

BOLETÍN ECONÓMICO .....! žŽ'ž! ž

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema







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

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

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

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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

## ÍNDICE

<b>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados</b>	11
<b>Informe trimestral de la economía española</b>	
1 Rasgos básicos	23
2 Entorno exterior del área del euro	31
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	39
4 La economía española	55
5 Evolución financiera	73
<b>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2010</b>	89
<b>La evolución de los beneficios y la rentabilidad empresarial durante la crisis económica</b>	103
<b>La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2010</b>	115
<b>Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2010</b>	127
<b>Regulación financiera: tercer trimestre de 2010</b>	159
<b>Indicadores económicos</b>	1*
<b>Artículos y publicaciones del Banco de España</b>	67*

COMPARECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA,  
MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS  
DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS

## Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados

Señorías:

Comparezco en esta Comisión en el marco de la discusión parlamentaria de los Presupuestos Generales del Estado para 2011, presupuestos que, en mi opinión, serán cruciales para el futuro económico de este país y que, más que en ninguna otra ocasión, estarán sometidos a un profundo examen y a una estrecha vigilancia no solo por parte del conjunto de la sociedad española, sino, también, por parte de los principales organismos supranacionales, nuestros socios europeos y los mercados internacionales que financian a las familias, las empresas y las Administraciones Públicas españolas.

Como es sabido, la política presupuestaria española respondió con notable intensidad ante la crisis económica y financiera global, en paralelo a las medidas de apoyo al sector financiero y a la acción decidida del Banco Central Europeo, que rebajó drásticamente sus tipos de referencia e instrumentó un abanico amplio de medidas convencionales y no convencionales para impedir que las tensiones de liquidez pudieran bloquear el funcionamiento del sistema financiero europeo.

La respuesta de la política fiscal contribuyó a amortiguar los efectos negativos de la crisis sobre la economía española, pero, en contrapartida, el superávit de las cuentas públicas se convirtió rápidamente en un déficit muy abultado y la deuda pública entró en una dinámica de aceleración que, de no haber partido de unos niveles relativamente confortables, también habría situado la ratio de endeudamiento en cotas muy elevadas.

Esta era la situación de nuestras cuentas públicas cuando el estallido de la crisis fiscal en Grecia hizo que, súbitamente, los inversores cobraran conciencia de los potenciales problemas de sostenibilidad implícitos en la dinámica del déficit y de la deuda en ese país y comenzarían a examinar cuidadosamente la posible existencia de riesgos similares en otros Estados. El contagio alcanzó a las economías europeas que mostraban mayores vulnerabilidades, ya fuera por la rapidez del deterioro reciente de sus finanzas públicas o por la magnitud de los desequilibrios macroeconómicos que habían acumulado antes de la crisis.

Ciertamente, las tensiones financieras que se vivieron en esos meses en Europa, en general, y en nuestro país, en particular, respondieron en buena medida a una sobre-reacción de los mercados, que no supieron apreciar los puntos fuertes de nuestra economía y de nuestras finanzas públicas.

Pero sería un error grave atribuir únicamente al comportamiento gregario de los mercados financieros los episodios de extraordinaria tensión que se vivieron en esos meses. De hecho, estos episodios se vieron potenciados por las debilidades del entramado institucional europeo y por las dudas que existían acerca de la voluntad y la capacidad de los Gobiernos nacionales a la hora de afrontar los problemas estructurales y de déficit público de sus economías.

En efecto, la crisis griega puso de manifiesto la incapacidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento —y, con carácter más general, del marco europeo de gobernanza económica— para prevenir la excesiva acumulación de desequilibrios y activar una temprana corrección. Pero, como saben Sus Señorías, las autoridades europeas han reaccionado frente a esta necesidad abriendo un proceso de revisión profunda de los mecanismos por los que se rige la gobernanza



za europea, algunos de cuyos resultados ya se van conociendo. Por tanto, a partir de ahora, las políticas económicas, y en particular la política fiscal de los Estados miembros de la UE, van a estar sujetas a un control más estrecho y minucioso por parte de las instituciones europeas con el objetivo de anticipar y prevenir inconsistencias y desequilibrios cuya acumulación termina suponiendo grandes costes, no solo para los países afectados, sino para el propio proyecto común del euro.

Por otro lado, atribuir en exclusiva lo ocurrido a los excesos de los mercados significaría ignorar la trascendencia de los efectos de la caída de la actividad y del empleo, del deterioro de las finanzas públicas y de los sistemas financieros sobre las posibilidades de recuperación y el desafío de política económica que todo ello planteaba en el ámbito fiscal y el de las reformas estructurales y financieras.

Desde esta perspectiva, resulta fácil entender que la economía española se viera sometida a una singular presión. De una parte, el deterioro de la situación de las finanzas públicas era evidente, no solo porque el déficit público había alcanzado un nivel notoriamente excesivo, sino también por el rápido incremento de la ratio de deuda pública, a pesar de que el endeudamiento de las Administraciones Públicas siguiera siendo sustancialmente inferior al de otras economías europeas que afrontaban presiones similares.

Pero, además, se daban otros factores que potenciaban la vulnerabilidad de la economía española ante una situación tan excepcional como la descrita. En primer lugar, las disfuncionalidades en el funcionamiento de nuestro mercado laboral que habían generado un vertiginoso aumento del número de parados, lo que cuestionaba la posibilidad de revertir la trayectoria del gasto público en ausencia de reformas que permitieran una reducción significativa y duradera del desempleo. Como señalé en esta Comisión hace un año, la viabilidad de cualquier estrategia creíble de consolidación presupuestaria requería la adopción de reformas en el marco institucional del mercado de trabajo que hicieran posible un cambio profundo en las pautas de comportamiento del empleo.

Al mismo tiempo, la elevada dependencia de la economía española respecto de la financiación exterior la hacía particularmente sensible ante cualquier pérdida de confianza que obstaculizara el acceso a esos recursos financieros, en particular por parte de las entidades de crédito, que son las que canalizan el grueso de los mismos hacia las familias y empresas.

Todos estos factores contribuyeron al contagio de la crisis de la deuda soberana y a las graves dificultades de financiación externa que se vivieron entre los meses de mayo y julio. Una situación que, de haberse prolongado, habría puesto en riesgo la solidez del sistema financiero y la imprescindible financiación de la economía.

Para quebrar la peligrosa dinámica que se había desatado, la recuperación de la confianza en la economía española se convirtió en el objetivo primordial, por lo que se hizo ineludible reorientar la política económica mediante la adopción de importantes medidas en los ámbitos presupuestario, laboral y financiero.

Ya he tenido la oportunidad de exponer en esta Cámara las numerosas actuaciones realizadas en el ámbito financiero para gestionar la necesaria reestructuración del sistema bancario español, condición imprescindible para una recuperación sólida y sostenible de la economía. Permítanme que hoy me refiera al papel que han desempeñado las pruebas de resistencia a las que se sometió el sistema bancario tanto para constatar los avances conseguidos en el proceso de reestructuración como, sobre todo, para realizar un ejercicio de transparencia que

permitió romper el círculo vicioso de desconfianza que se estaba desarrollando, basado en suposiciones y expectativas poco fundamentadas.

Como recordarán, cuando presenté el *Informe Anual* el pasado mes de junio, anuncié la intención del Banco de publicar las pruebas de resistencia de todos los bancos y cajas españoles. Dicha iniciativa fue asumida a nivel europeo por el Consejo Europeo celebrado bajo presidencia española, y los resultados del ejercicio, que fue armonizado por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios, fueron publicados el 23 de julio. En el caso de las entidades españolas, las pruebas de resistencia cubrieron prácticamente la totalidad del sistema financiero y se llevaron a cabo con mayor detalle y desagregación y un elevado grado de transparencia, proporcionando amplia información sobre su exposición a las principales clases de activos. Los resultados mostraron una posición sólida del conjunto del sistema, por lo que su publicación contribuyó a disipar las dudas que rodeaban a nuestro sistema bancario.

La última y valiosa pieza de la reforma del sistema financiero ha sido la Ley de Cajas aprobada por esta Cámara, que, abriendo estas instituciones al capital privado, les permitirá afrontar el futuro sin necesidad de solicitar ayuda de los contribuyentes, así como cumplir con los exigentes requerimientos de calidad del capital que ha establecido la nueva regulación financiera internacional que denominamos Basilea III.

En el ámbito presupuestario, el Gobierno reforzó y aceleró la implantación del programa de consolidación fiscal que, en cumplimiento de los compromisos comunitarios, había anunciado en enero. Con este objetivo, el 20 de mayo aprobó una nueva batería de medidas, que comportaba un recorte del gasto de algo más de 15.000 millones de euros a acometer entre 2010 y 2011 (alrededor de un 1,5% del PIB), y que se sumaba a las reducciones de gasto e incrementos de impuestos aprobados previamente. La nueva senda de objetivos de déficit quedaba así establecida en el 9,3% del PIB en 2010, 6% en 2011, 4,4% en 2012 y 3% en 2013, lo que estabilizaría la ratio de deuda pública en niveles ligeramente inferiores al 75% del PIB a partir de 2012.

La aplicación de un paquete de medidas de ajuste que entraba en vigor de manera inmediata, de cuantía significativa, suficientemente detallado y específico y que afectaba a variables tan sensibles como el sueldo de los funcionarios, las prestaciones sociales o la inversión pública, dotó de credibilidad al compromiso de reducción del déficit público. A ello también contribuyó la anticipación de los objetivos de ajuste presupuestario, con el compromiso de que en 2011 estarían finalizados casi dos tercios del ajuste que se había previsto hasta 2013.

Finalmente, en el ámbito laboral y tras la constatación del fracaso de la negociación entre sindicatos y asociaciones empresariales, el Gobierno aprobó el 16 de junio una reforma del mercado de trabajo con el objetivo de incentivar la contratación indefinida y de incrementar la flexibilidad interna de las empresas, dos de las deficiencias más relevantes de nuestro mercado laboral.

La adopción de todas estas medidas, junto con la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades financieras, ha permitido que remitieran las tensiones en los mercados financieros, observándose una reducción significativa en los costes de financiación del Tesoro y la reapertura de los canales de financiación de las entidades de crédito.

Ello no significa, sin embargo, que el período de inestabilidad haya concluido, como muestran las tensiones que todavía afectan a otros países de la Unión Europea. Por ello, tras esa reacción inicial, resulta fundamental mantener la credibilidad ganada, sin perder de vista que duran-

te mucho tiempo estaremos sometidos a una vigilancia muy intensa por parte de aquellos que nos financian y que pueden reaparecer episodios proclives a la propagación de la sospecha y la desconfianza.

Esta es la singular encrucijada en la que se discuten estos Presupuestos Generales y estas son las razones por las que la recuperación de la economía española y del empleo dependerá, más, si cabe, que en ocasiones pasadas, de la adecuada configuración de la política presupuestaria y de su imbricación con otras herramientas de política económica, muy en particular, con las políticas de oferta y de reforma estructural, orientadas a mejorar la capacidad de generación de empleo, facilitar el relevo en el desarrollo de las actividades productivas y aumentar la eficacia y la productividad de la economía.

El momento cíclico en el que se han definido los Presupuestos para el 2011 está marcado por el tímido inicio de una fase de recuperación que comenzó a vislumbrarse en los primeros meses de este año y que cabe prever que continúe a lo largo del que viene, si bien las perspectivas sobre su evolución están rodeadas de factores de incertidumbre excepcionales, tanto de origen externo como interno.

Hasta ahora, el tono de la recuperación está siendo muy débil y dependiente de estímulos transitorios vinculados a los planes de apoyo público al gasto y a la posible anticipación de decisiones de consumo y de inversión residencial por parte de hogares y empresas ante la subida de la imposición indirecta el 1 de julio. Además, las condiciones de financiación continúan siendo restrictivas y tanto el sector público como el privado se enfrentan a la necesidad apremiante de sanear su posición financiera.

Bajo estas circunstancias, será difícil que la demanda interna pueda repetir en el segundo semestre los registros que mostró en la primera parte del año. Cabe prever que el consumo de los hogares, una de las partidas que cobró mayor dinamismo en este período, atenúe su ritmo de avance, en línea con el menor ritmo de crecimiento de las rentas salariales y la aportación más reducida de otras fuentes de renta, en particular de la proveniente de la actuación de las Administraciones Públicas. Esta respuesta del consumo sería compatible con una trayectoria descendente de la tasa de ahorro, coherente con los cambios que se observan desde principios de año, tras casi dos años de aumentos sucesivos en esta variable. El resto de componentes de la demanda interna reflejará todavía la debilidad de sus determinantes principales. En el caso de la inversión en equipo, debido al exceso de capacidad acumulado durante la crisis y la incertidumbre que todavía prevalece en torno a las condiciones de financiación; en el de la inversión residencial, por la necesidad de completar el ajuste que se inició ya en 2006.

Mayor dinamismo cabe prever, en cambio, en la demanda exterior neta, una vez que las importaciones moderen los elevados ritmos de crecimiento de los últimos trimestres, vinculados en buena medida a la anticipación de ciertas decisiones de gasto, y que las exportaciones prolonguen su trayectoria ascendente. Pero para ello es necesario perseverar en la consolidación de las mejoras de competitividad que se han ido alcanzando en el ámbito de los costes y de los precios en los últimos trimestres, y afianzarlas con ganancias genuinas en la productividad.

En suma, las perspectivas para la economía española configuran un patrón de recuperación gradual que tardará todavía algún tiempo en alcanzar el dinamismo propio de una fase de expansión con suficiente capacidad para generar empleo. El restablecimiento de la confianza, los efectos positivos de la consolidación presupuestaria sobre las expectativas de los agentes y la reducción de la incertidumbre sobre el mercado laboral, al hilo de la reforma que está en marcha, habrán de ser los ingredientes fundamentales de una recuperación sostenida de la

actividad. El sector privado deberá relevar al sector público como soporte de la actividad y la demanda exterior neta debería mantener un papel preponderante.

El éxito del programa de consolidación fiscal constituye una pieza central de esta estrategia. La corrección del déficit público se ha convertido en una prioridad ineludible de la política económica en nuestro país.

Los datos de ejecución presupuestaria de que disponemos en este momento parecen anticipar el cumplimiento de los objetivos marcados para el año 2010, al menos en lo que se refiere a la actuación de la Administración Central. Sobre esta base, resulta fundamental, por tanto, que los Presupuestos para 2011 sean completamente consistentes con el cumplimiento del objetivo de déficit público del 6% del PIB para ese año.

Para asegurar que no se produzcan desviaciones, hay que reforzar los procedimientos de seguimiento y supervisión de la ejecución presupuestaria, y, en el caso de que se detecten desviaciones, se debe responder con la rápida puesta en marcha de medidas que las corrijan. La disponibilidad de planes contingentes diseñados con suficiente anticipación facilitaría mucho el éxito de estas actuaciones.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado detalla de manera adecuada las medidas por el lado de los ingresos y de los gastos que deberían permitir el cumplimiento del objetivo previsto para el Estado. En términos de su composición, además, el Proyecto hace descansar la mayor parte del ajuste en el gasto público, lo que, de acuerdo con las experiencias del pasado, aumenta la efectividad de la estrategia de consolidación.

No obstante, no debe minimizarse la existencia de algunos riesgos que amenazan el logro de los objetivos. Los Presupuestos se basan en un escenario macroeconómico de recuperación significativa, que, de no confirmarse, podría repercutir en una evolución de los ingresos peor que la proyectada. Como ya he dicho, si este fuera el caso, deberían ponerse inmediatamente en práctica medidas compensadoras.

Pero quizá el mayor riesgo para el cumplimiento de los objetivos por parte de las Administraciones Públicas surge de las posibles desviaciones que se puedan producir en el ámbito de las Administraciones Territoriales. Como es bien sabido y he reiterado en numerosas ocasiones, la elevada descentralización del gasto público en nuestro país hace que el concurso de las Administraciones Territoriales sea esencial para el logro de la estabilidad presupuestaria. Al finalizar este año, será posible hacer una valoración completa del esfuerzo de consolidación que comportan los Presupuestos autonómicos, pero mi impresión es que, a día de hoy, las medidas anunciadas por la mayoría de las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales distan de responder a la reducción del gasto público que se necesita.

Por eso, habría que buscar fórmulas que refuercen el compromiso de las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales con los objetivos de estabilidad presupuestaria y que incentiven su cumplimiento. En este sentido, no debería descartarse una revisión y fortalecimiento del marco presupuestario nacional, en particular para el caso de las Administraciones Territoriales, que en nuestro caso descansa esencialmente en la Ley de Estabilidad Presupuestaria. Este tipo de actuación estaría en línea con las recomendaciones que acaba de realizar el Consejo Europeo para todos los países europeos en el marco de la revisión de la gobernanza en Europa.

La Ley de Estabilidad Presupuestaria hace de la transparencia un elemento central para el logro de la disciplina fiscal. La difusión de datos relativos a la actividad del Estado es abun-

dante, detallada y con desfases relativamente reducidos. No es este el caso, lamentablemente, de las Administraciones Territoriales, lo que limita la capacidad para controlar a tiempo su actividad y la rendición de cuentas. En mi opinión, es urgente subsanar estas carencias. En un momento como el actual, la falta de transparencia puede redundar en una desconfianza de los mercados que se manifieste en una cierta prima adicional en el coste de financiación.

En esta tesitura, debe hacerse uso de todos los instrumentos disponibles para garantizar el cumplimiento de los objetivos. En particular, las autorizaciones de emisión de nuevo endeudamiento por parte de las Administraciones Territoriales deben condicionarse al cumplimiento de los planes de consolidación. Podría incluso plantearse el establecimiento de un límite de gasto para las Administraciones Territoriales, instrumento que se ha revelado enormemente útil para fortalecer la disciplina presupuestaria en el caso del Estado.

En el mismo sentido, una planificación de medio plazo que obligue a analizar la dinámica estructural de las distintas partidas de los ingresos y gastos públicos y que permita detectar los nichos donde existan mayores márgenes de racionalización puede resultar especialmente apropiada cuando se requieren medidas de ajuste que van más allá de una corrección transitoria de los desequilibrios.

En este marco, la reforma del sistema de pensiones que se encuentra en discusión tiene una especial trascendencia, que va más allá del importante objetivo de garantizar la sostenibilidad a largo plazo de nuestro sistema de pensiones ante el reto del envejecimiento de la población. Además, esta reforma también tendrá importantes efectos beneficiosos a corto plazo, porque reforzará la credibilidad de nuestro país en cuanto a su claro compromiso con la disciplina presupuestaria y con las reformas estructurales de calado, y ello repercutirá favorablemente sobre nuestras primas de riesgo.

La prontitud y la ambición de la reforma resultan esenciales. Una adecuada combinación de modificaciones en algunos parámetros del sistema, que eleven la edad legal de jubilación, el mínimo número de años necesario para acceder a la prestación y el período de cálculo de la pensión, permitiría aliviar de manera sustancial la presión sobre el futuro gasto público en pensiones y resolver uno de los grandes problemas pendientes de la economía española.

La consolidación fiscal es una condición imprescindible para garantizar el crecimiento económico futuro. Sin duda, el esfuerzo se verá recompensado, porque situará a la economía española en una posición más sólida para afianzar la recuperación. Pero sus efectos a largo plazo serán más potentes si va acompañada de reformas estructurales que incrementen el potencial de crecimiento de la economía. Los elementos de relación entre ambas políticas son enormes, pues el crecimiento potencial condiciona la sostenibilidad de las finanzas públicas, a la vez que una adecuada distribución del esfuerzo de ajuste entre las distintas figuras de gasto e ingreso facilita la actividad y tiene efectos expansivos sobre la producción y el empleo. Explorar estas interconexiones es particularmente relevante para absorber los altos niveles de desempleo y corregir los desequilibrios generados durante los años de expansión.

Las acciones de política económica orientadas a fortalecer las bases del crecimiento tienen una importancia trascendental, particularmente las reformas que incentivan la creación de empleo, posibilitan el logro de ganancias de competitividad y mejoran la eficiencia y productividad de la economía a largo plazo. Acciones imprescindibles para impulsar el sector exterior y facilitar una reasignación rápida de los recursos hacia las ramas de bienes y servicios potencialmente más dinámicas.

Como he tenido oportunidad de señalar en numerosas ocasiones, en este terreno ocupa un lugar destacado la reforma del mercado laboral, en la que se ha producido un avance importante con la reciente aprobación de la Ley de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo. Entre los cambios introducidos que pueden contribuir a mejorar el funcionamiento de nuestro mercado laboral, me parece importante subrayar las mayores posibilidades que se abren para que las empresas puedan ajustar las condiciones laborales y salariales a los cambios que se produzcan en la demanda o en las innovaciones de la oferta, y de esta forma se pueda limitar el impacto de esas perturbaciones sobre el empleo. Corresponde ahora a empresarios y trabajadores la tarea de aprovechar al máximo las nuevas oportunidades que ha abierto la reforma laboral, con el fin de que las ganancias de competitividad necesarias se hagan con la mayor premura posible y permitan iniciar cuanto antes una nueva fase de dinamismo económico y creación de empleo. La lentitud en aprovechar la flexibilidad interna que ofrece la reforma no haría sino debilitar las posibilidades de recuperación y retrasar la generación de nuevos puestos de trabajo.

Es importante aprovechar las condiciones que se dan para que el proceso de moderación salarial que se inició en la primera parte del año se afiance en los próximos trimestres y para que las empresas en dificultades puedan mantener el empleo y asegurar su supervivencia aprovechando las nuevas vías de flexibilidad que se les ofrece negociando con sus trabajadores. Las medidas de austeridad adoptadas en el sector público, que incluyen un recorte salarial, ayudarán a los ajustes que necesita el sector privado para afianzar su competitividad. A los esfuerzos de moderación salarial en aquellas empresas que lo necesiten para recuperar su competitividad, tendrá que sumarse una mejora de la productividad basada en ganancias de eficiencia, pues hasta el momento su comportamiento expansivo refleja principalmente la severidad en el ajuste del empleo.

Un ingrediente adicional imprescindible para asegurar el logro de ganancias de competitividad de naturaleza estructural es la prolongación del escenario actual de baja inflación cuando se consolide la recuperación. El retorno de la tasa de inflación subyacente a los bajos niveles que mostró antes de la subida del IVA, cuando los efectos base desaparezcan en la segunda mitad del año que viene, sería un buen indicador de que los procesos de formación de costes y precios están cambiando en la dirección requerida para ser capaces de convivir sin sobresaltos dentro de un área de estabilidad de precios. La ausencia de cláusulas de salvaguarda sobre la inflación en la negociación salarial de 2011, tal y como establece el acuerdo en vigor, ayudará a evitar que la subida del IVA tenga efectos de segunda ronda y de inercia inflacionista. Esta experiencia constituye un buen exponente de las ventajas que supondría la definitiva desaparición de dicha figura, que no es más que un legado de los hábitos inflacionistas de un pasado ya superado, pero cuyo mantenimiento ha sido una fuente de problemas, tal y como el Banco de España ha venido señalando reiteradamente.

La mejora de la productividad de nuestra economía en el medio y largo plazo requiere profundizar en otras reformas estructurales, entre las que destacan la liberalización sectorial, la racionalización del papel del sector público en la actividad económica y la mejora del sistema educativo. Se trata de reformas que requieren tiempo para su introducción y sus efectos se despliegan en un período dilatado, pero la determinación de adoptarlas tiene efectos positivos también en el corto plazo, a través de la mejora de las expectativas sobre el crecimiento de nuestra economía, que son particularmente bienvenidos en la encrucijada que estamos viviendo.

Muchas gracias.

5.10.2010.

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

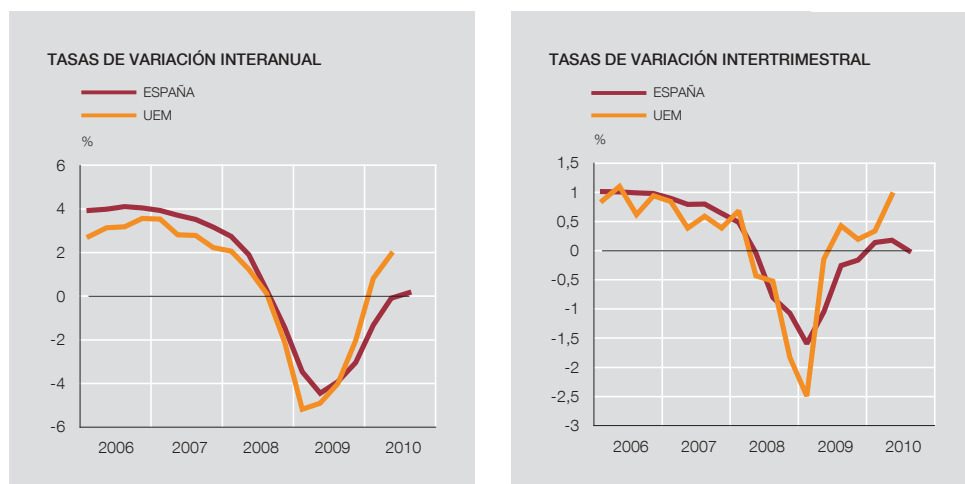
## 1 Rasgos básicos

Durante el segundo trimestre de 2010, la economía española mantuvo el tono de lenta recuperación que había iniciado en los primeros meses del ejercicio, con un avance intertrimestral del PIB del 0,2%, si bien su tasa de variación interanual registró un retroceso del 0,1%. Por el lado del gasto, el descenso de la demanda nacional se atenuó de manera acusada (-0,4% en términos de la tasa interanual), influida por factores de naturaleza temporal que llevaron a anticipar algunas decisiones de gasto, mientras que la aportación positiva de la demanda exterior neta se redujo hasta cifrarse en 0,4 puntos porcentuales (pp) del PIB.

La información disponible sobre el tercer trimestre sugiere un debilitamiento de la actividad, de carácter transitorio, debido, en gran medida, al agotamiento de algunos factores expansivos, de manera singular, la finalización del Plan 2000E de apoyo público a la adquisición de automóviles, que expiró el 30 de junio, y la reversión de los efectos de anticipación de gasto que se había producido en la primera mitad del ejercicio, ante la elevación del IVA a partir del 1 de julio. A ello se habría sumado el impacto sobre los componentes públicos de la demanda nacional de las medidas de austeridad presupuestaria aprobadas en mayo. Bajo estas circunstancias, las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible señalan que el PIB se habría estabilizado en los niveles del trimestre anterior, con una tasa de variación intertrimestral nula, que, no obstante, supone un incremento del producto del 0,2% en términos interanuales, tras siete trimestres consecutivos de bajadas. Por el lado del gasto, el crecimiento se habría basado en la contribución de la demanda exterior neta, que aportó 1,2 pp al avance del producto, mientras que la demanda nacional intensificó su descenso, hasta el -1%. Desde la perspectiva de la oferta, las actividades de construcción y servicios se resintieron de la pérdida de tono del gasto interno, y la ocupación siguió sin dar muestras de recuperación, aunque se observa un recorte muy pronunciado en las tasas de destrucción de empleo cuando se computan en términos interanuales. Según la EPA, la ocupación cayó un 1,7% en términos interanuales, frente al -2,5% del trimestre anterior, y la tasa de paro disminuyó tres décimas, hasta el 19,8%, en un entorno de recuperación de la población activa. La inflación, por su parte, repuntó a lo largo del trimestre, hasta situar la tasa de variación interanual del IPC en el 2,1% en septiembre (1,5% en junio), como resultado, principalmente, de la traslación de la elevación del IVA en julio a los precios finales, traslación que estaría siendo de magnitud inferior a la que se ha estimado en otros episodios de modificación en la imposición indirecta. El repunte de los precios se extendió al IPSEBENE, que se elevó hasta el 1,1% en septiembre, y se dejó sentir en el diferencial de inflación con la UEM, que se amplió levemente, hasta un nivel de 0,3 pp en ese mismo mes.

En el panorama económico internacional, se atenuó el brote de inestabilidad financiera que habían vivido los países europeos en el segundo trimestre tras la propagación de los efectos de la crisis fiscal griega. Las tensiones en los mercados soberanos remitieron de forma relativamente generalizada como resultado de la contundente actuación de las autoridades europeas, el BCE y los Gobiernos de los países más afectados, si bien posteriormente resurgió algún episodio de inestabilidad que se localizó sobre todo en la deuda soberana emitida por los Gobiernos de Irlanda y Portugal. Asimismo, se restauró el funcionamiento de los mercados de financiación mayorista del sistema bancario y se corrigió la gran volatilidad que habían mostrado los mercados bursátiles durante la primavera. Se produjeron, no obstante, importantes tensiones en los mercados cambiarios, que se saldaron con una sensible depreciación del tipo de cambio del dólar frente a las principales divisas, en un contexto de creciente discrepancia en las perspectivas de recuperación de las distintas áreas geográficas y de divergencias significativas en la orientación de las políticas monetarias y fiscales aplicadas.





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

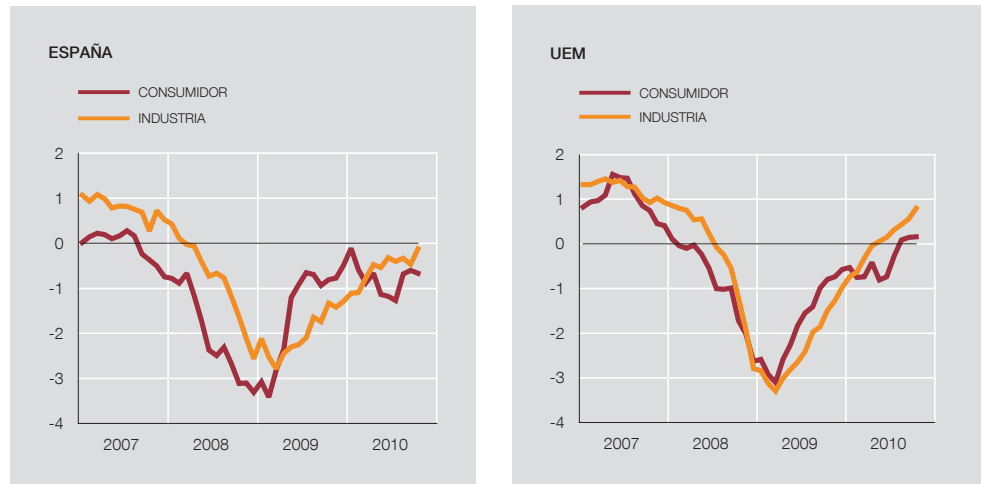
a. Series ajustadas de estacionalidad.

La reactivación económica mundial siguió liderada por los países emergentes, en particular por los asiáticos, mientras que la situación cíclica de los países desarrollados mostró un tono más moderado, sobre todo en Estados Unidos, donde se observó un deterioro de las perspectivas económicas, lo que ha llevado a la Reserva Federal a anunciar una nueva fase de expansión monetaria. La inflación permaneció por lo general en cotas reducidas, al tiempo que las materias primas experimentaron ascensos generalizados.

La actividad económica en la zona del euro continuó evolucionando favorablemente después del verano —aunque con un ritmo de expansión algo inferior al del trimestre precedente—, impulsada por la fortaleza de la economía alemana. El menor empuje del sector exterior, la desaparición de ciertos factores temporales y la progresiva retirada de los estímulos de política económica están en la base de esta aminoración en su ritmo de avance. La ausencia de tensiones inflacionistas a medio plazo, en el entorno de recuperación gradual descrito, determinó que el tono de la política monetaria continuara siendo acomodaticio. El Consejo de Gobierno del BCE decidió dejar inalterados los tipos de interés oficiales en niveles históricamente reducidos en sus reuniones de septiembre, octubre y noviembre, en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 1,75% y 0,25%, respectivamente, para las facilidades de crédito y de depósito.

Por otra parte, el BCE dio pasos en la definición de la estrategia de retirada gradual de las medidas extraordinarias introducidas durante la crisis financiera, aunque mantuvo la política de provisión de liquidez abundante que venía instrumentando. En concreto, en su reunión de septiembre, anunció que mantendrá las subastas con adjudicación plena y a tipo fijo, al menos hasta finales de 2010, aunque en el caso de los préstamos a tres meses anticipó que el tipo se ajustará en función del tipo medio de las operaciones principales. Asimismo siguió operativo el Programa para el Mercado de Valores que se había introducido en mayo para normalizar el funcionamiento de los mercados de deuda.

En el ámbito fiscal, se prevé que los déficits públicos de la zona del euro permanezcan en niveles elevados en 2010, similares a los del año anterior, a pesar de la puesta en marcha de programas de ajuste por parte de los países que presentaban déficits mayores. En el marco de las discusiones en torno a las vías de mejora de la gobernanza económica de la UEM, se dieron pasos importantes, que, entre otras cosas, introdujeron mecanismos para reforzar el compro-



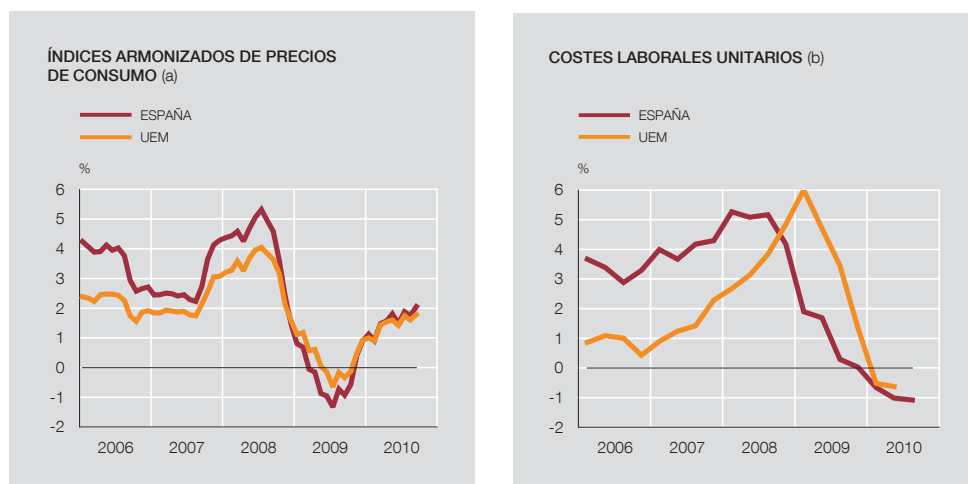
FUENTE: Comisión Europea.

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

miso con la estabilidad presupuestaria de los países de la UE. El avance más notable en la definición de esta reforma se registró con la presentación que realizó el grupo de trabajo creado en abril en el seno del Consejo Europeo, en el que participan la CE, el BCE y la Comisión Europea, que fue aprobado por los jefes de Estado y de Gobierno el 28 de octubre. En el ámbito fiscal, estas propuestas plantean una reforma significativa del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) que concederá mayor relevancia al criterio de deuda pública a la hora de valorar la posición fiscal de los distintos países, y propugna un sistema de sanciones más amplio y transparente. También propone un nuevo mecanismo para prevenir y, en su caso, corregir la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que pudieran comprometer el proyecto de la Unión Económica, así como fortalecer los mecanismos de coordinación y supervisión de las políticas económicas de la UEM. Por último los jefes de Estado y de Gobierno acordaron establecer un mecanismo permanente de crisis para salvaguardar la estabilidad financiera del conjunto del área del euro, que implicará una modificación limitada del tratado de la UE. El diseño de este mecanismo se concretará de aquí a final de año (véase, para mayor detalle, el recuadro 3).

Por último, se registraron avances en el diseño y la puesta en marcha de los mecanismos de supervisión y asistencia financiera a nivel europeo. El 22 de septiembre, el Parlamento Europeo aprobó la reforma del marco europeo de supervisión del sistema financiero, que pone particular énfasis en los aspectos macroprudenciales para detectar con antelación posibles prácticas que puedan suponer grandes riesgos para el sector financiero y desembocar en una nueva crisis. El acuerdo prevé la creación, a partir de enero de 2011, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y de las tres Autoridades Supervisoras Europeas, que velarán por el buen funcionamiento de los sectores bancarios, de seguros y pensiones y de valores. Por otra parte, se dio plena operatividad a la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), tras alcanzarse a principios de agosto compromisos de garantía por parte de los Estados miembros por un importe superior al 90% del total habilitado. El acuerdo de Basilea III sobre nuevos requerimientos de capital a las entidades financieras supuso un nuevo paso en la reforma del sistema financiero internacional.

Con este trasfondo, España se desligó del grupo de países más afectados por la crisis de deuda soberana en el área del euro, como consecuencia de las medidas acordadas en el



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

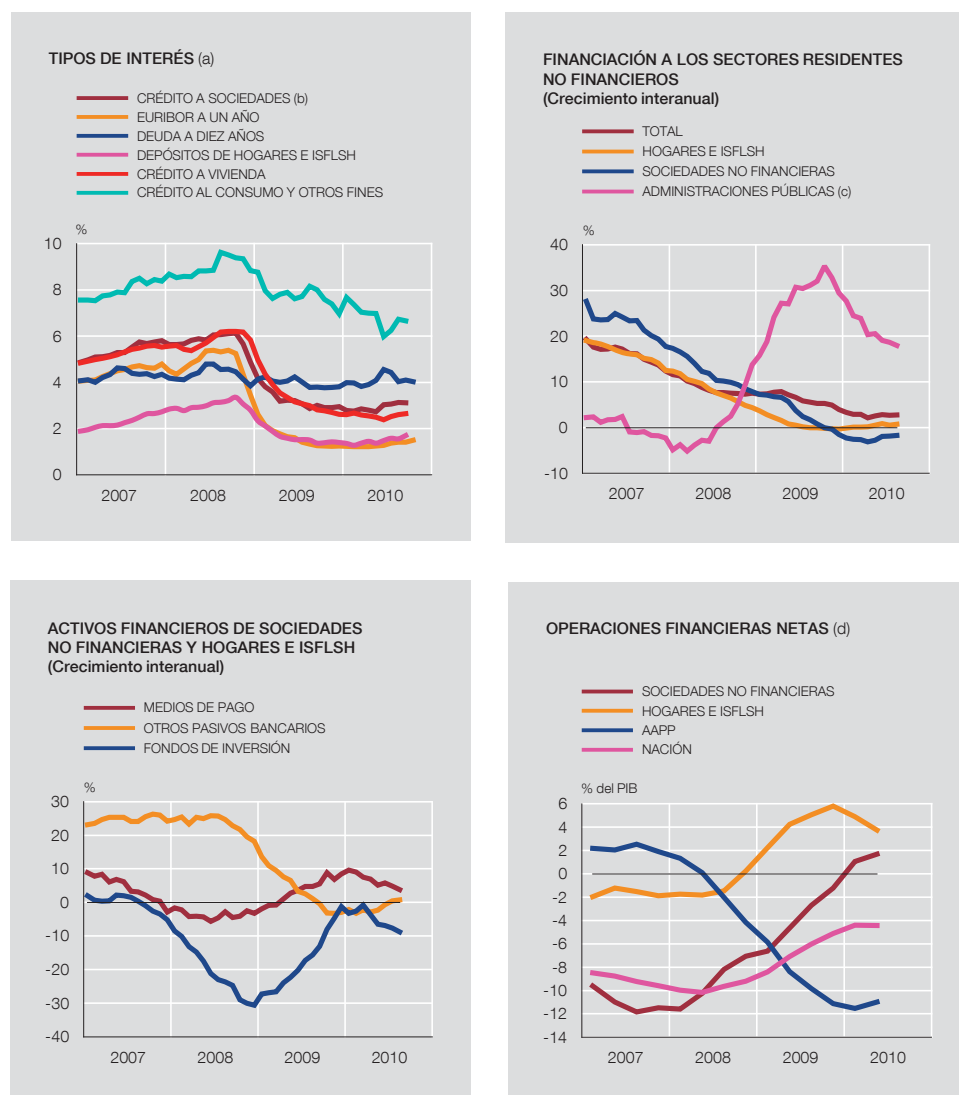
a. Tasas de variación interanual.

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

ámbito europeo y, sobre todo, de las actuaciones del Gobierno español en los meses de mayo y junio en materia de consolidación presupuestaria, de reforma del mercado de trabajo y de reestructuración del sistema financiero. La publicación en julio de los resultados de las pruebas de resistencia efectuadas a las entidades de crédito de la UE reforzaron la confianza en la solvencia del sistema financiero español y contribuyeron a una visión más ajustada de la situación de la economía española y a una valoración de los esfuerzos de política económica desplegados. En este contexto, aumentaron las cotizaciones bursátiles y disminuyó su volatilidad (el IBEX 35 se revalorizó en torno a un 17% a lo largo del trimestre), y se redujeron las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado. De hecho, la rentabilidad de la deuda pública a diez años cayó más que la referencia alemana al mismo plazo, recortándose el diferencial entre ambos bonos, que se situaba, a finales de octubre, en 165 puntos básicos (pb), habiendo repuntado algo durante los primeros días de noviembre. En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, los precios de los inmuebles prolongaron su trayectoria descendente en el tercer trimestre, hasta situar la tasa de variación interanual en el -3,4% (-3,7% en el período de abril-junio), confirmando la pauta de ralentización que se viene observando en los últimos trimestres.

En resumen, a lo largo del trimestre se superó el momento de grave restricción financiera que se había producido por la pérdida de confianza de los inversores internacionales en la economía española. Esta mejora permitió una cierta relajación en las condiciones de financiación en los mercados de los agentes públicos y privados, aunque el coste de los recursos que captan las entidades continúa siendo más elevado del que existía con anterioridad a la crisis de deuda soberana.

En las condiciones descritas, el gasto en consumo de los hogares quebró la trayectoria de recuperación de los trimestres previos, estimándose un descenso intertrimestral que situaría su tasa de variación interanual en el entorno del 1%. La finalización del período de vigencia del plan de ayuda directa a la adquisición de automóviles, unida al incremento de la imposición indirecta, contribuyeron a retraer el consumo de los hogares, tras el adelanto en la compra de bienes duraderos que se había observado en los meses previos. Una vez agotados estos efectos, que han alterado el perfil del consumo a lo largo del ejercicio, la compra de bienes y



FUENTE: Banco de España.

a. En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.

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.

servicios por parte de las familias podría retomar una trayectoria de recuperación gradual, dentro del margen, previsiblemente limitado, que proporcionarán la evolución de la renta disponible y de la riqueza. Compensando este efecto, las familias podrían ejecutar sus planes de gasto con cargo a la todavía elevada tasa de ahorro, intensificando el descenso que muestra esta variable desde principios de este año, de casi 2 pp desde el máximo que alcanzó en 2009, hasta situarse en un nivel del 16,2% de la renta disponible en el segundo trimestre, con datos acumulados de cuatro trimestres, todavía muy por encima de su valor medio histórico.

Por su parte, el proceso de ajuste de la inversión residencial siguió su curso, estimándose un retroceso del 16,1% en términos de su tasa interanual (-19,3% en el trimestre previo). A lo

largo del trimestre se volvió a observar un repunte de algunos indicadores de demanda de vivienda que cabría atribuir, una vez que los efectos de adelanto del gasto por el incremento de la imposición indirecta dejan de estar presentes, a la mejora de los indicadores de accesibilidad y a la anticipación en las decisiones de adquisición de inmuebles ante la eliminación parcial en enero de 2011 de las deducciones fiscales por compra de vivienda habitual.

En este entorno de contención del gasto, el saldo de la deuda de los hogares siguió estabilizado, con una tasa de variación interanual en agosto del 0,7%, como consecuencia de un moderado incremento de la financiación para adquisición de vivienda (1%) y del mantenimiento en niveles similares a los del año previo de la otorgada para consumo y otros fines. Habida cuenta de la debilidad en el avance de las rentas, la ratio de endeudamiento del sector de hogares se habría mantenido en niveles similares a los de mediados de año.

La inversión empresarial, por su parte, experimentó un nuevo retroceso en un entorno en el que la relativa fortaleza de la demanda de bienes de capital por parte de las empresas exportadoras no pudo compensar el cúmulo de factores que continúan lastrando la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Por una parte, la atonía de la demanda interna y la incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación, en una situación en la que la utilización de la capacidad productiva sigue en niveles relativamente bajos. Por otra, el proceso de desapalancamiento financiero en que se haya inmerso el sector, que deberá proseguir en los próximos meses. Adicionalmente, la finalización del plan de estímulo a la adquisición de vehículos de carga, que había sostenido el gasto empresarial a lo largo del último año, influyó también en la disminución intertrimestral de la inversión en equipo, tras cuatro trimestres con ritmos de avance positivo, y el recorte de la inversión en infraestructuras, que en cierta medida se ejecuta con la participación de la iniciativa privada, podría haber comenzado a repercutir en el componente de inversión en otras construcciones.

Esta evolución del gasto empresarial estuvo acompañada por un aumento del ahorro, de modo que, según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, las sociedades no financieras redujeron su necesidad de financiación, que se situaba en -0,7 pp del PIB en el período de abril-junio, según datos acumulados de cuatro trimestres. Todo ello fue compatible con una nueva contracción del crédito concedido a las sociedades (-2,2% en tasa interanual en agosto), aunque de magnitud algo inferior a la de meses anteriores.

En lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la aportación positiva de la demanda exterior neta en el tercer trimestre se incrementó sustancialmente (hasta contribuir con 1,2 pp al avance del PIB, en términos interanuales), como resultado del repunte de las exportaciones y del descenso de las importaciones, que habrían corregido el inusual avance que habían mostrado en la primera parte del año, vinculado a la recuperación de algunos componentes de la demanda interna, en particular a la adquisición de bienes duraderos, por los citados factores de naturaleza temporal. Las exportaciones, por su parte, volvieron a crecer con fuerza, por el fuerte avance de las economías emergentes y por la recuperación del área del euro, así como por el comportamiento favorable de la competitividad en términos de precios y costes relativos. Por su parte, el comercio de servicios turísticos mantuvo la tónica de recuperación que inició a principios de este año, destacando, en particular, la fortaleza del componente de exportaciones, mientras que los servicios no turísticos mantuvieron un tono de mayor debilidad.

A pesar de estos desarrollos, en lo que va de año se ha producido una interrupción en la disminución del déficit comercial, que, aunque motivada por el deterioro en el componente energético, revela también un cierto agotamiento en la senda de disminución del déficit no energético, y está determinando una ralentización en la corrección de las necesidades de financia-

ción de la nación, que se cifraron en el  $-4,4\%$  del PIB en el segundo trimestre ( $-5,1\%$  en 2009), según las cuentas no financieras de los sectores. Es preciso, por tanto, que se siga avanzando en la corrección del déficit comercial, para lo cual se ha de perseverar en la consolidación de las mejoras de la competitividad que se han ido alcanzando en los últimos meses y en la reducción de la elevada dependencia energética frente al exterior, componente que introduce un suelo al recorrido a la baja del déficit.

Por su parte, la actuación de las AAPP comenzó a reflejar el impacto de los planes de austeridad que se abordaron en la primera mitad del ejercicio. Además de su efecto sobre la renta de las familias, las medidas adoptadas incidieron en el consumo y la inversión públicos. Por otra parte, la fortaleza de los ingresos y la incipiente flexión del gasto —en la que cabe esperar que se profundice en lo que resta del ejercicio— resultan en principio compatibles con el objetivo de déficit que estipula el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2010 (del  $9,3\%$  del PIB), al menos para el Estado, para el que se dispone de información.

Para 2011, el Proyecto de Presupuestos recorta el objetivo de déficit hasta el  $6\%$  del PIB para el conjunto de las AAPP, lo que resultará de sendos saldos deficitarios del Estado, las CCAA y las CCLL (del  $2,3\%$ ,  $3,3\%$  y  $0,8\%$ , respectivamente) y de un saldo supervitario para la Seguridad Social (del  $0,4\%$ ). Está previsto, asimismo, un nuevo incremento en la ratio de deuda pública con respecto al PIB, desde el  $62,8\%$  estimado para 2010 hasta el  $68,7\%$  para 2011. La orientación restrictiva de la política fiscal que contemplan los Presupuestos debería permitir avanzar en el logro de los compromisos adquiridos a nivel europeo, pero la senda de consolidación presupuestaria programada no está exenta de riesgos, por lo que su estricto cumplimiento exige un seguimiento y un control riguroso de las desviaciones de ingresos y gastos que se pudieran producir en los distintos subsectores de las AAPP y, en su caso, instrumentar medidas de consolidación adicionales.

Desde el punto de vista de la oferta, el valor añadido de la economía de mercado permaneció en niveles similares a los del trimestre previo, como resultado del descenso de la actividad de la construcción, sobre la que incidieron la debilidad de la inversión residencial y el impacto de los planes de austeridad presupuestaria, y la ralentización estimada en los servicios de mercado, que se vieron afectados por la atonía del consumo. El empleo no dio signos de recuperación, estimándose un leve descenso de la ocupación, de magnitud similar a la del trimestre precedente.

Los costes laborales habrían proseguido el proceso de moderación que se inició a comienzos del ejercicio, impulsada por el recorte en los salarios públicos; en cambio, el incremento medio de las tarifas salariales en el sector privado permaneció en el  $1,3\%$ , tasa similar a la del mes de marzo y todavía por encima del límite recomendado para los nuevos convenios en el Acuerdo plurianual firmado por los agentes sociales el pasado febrero. Los incrementos salariales negociados en convenios podrían reducirse adicionalmente en lo que resta de año, tanto más cuanto mayor uso hagan empresarios y trabajadores de las posibilidades que ofrece la Ley 35/2010, de 17 de septiembre de 2010, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo, que incluye la posibilidad de que las empresas en situación económica vulnerable recurran a las cláusulas de inaplicación salarial. Cabe prever, asimismo, que los costes laborales unitarios sigan reduciéndose como consecuencia de la evolución de la productividad, que todavía reflejará la intensidad alcanzada por el proceso de destrucción de empleo a lo largo de esta fase cíclica.

Como ya se ha señalado, la inflación repuntó en el tercer trimestre, hasta alcanzar el  $2\%$  en el promedio del mismo ( $1,6\%$  en el período de abril-junio), reflejando el impacto de la subida

del IVA en los precios finales. Como se detalla en el recuadro 4, se estima que el aumento de la imposición indirecta explicaría entre cuatro y seis décimas de este repunte, con lo que el grado de traslación no habría superado el 50%, por debajo de lo que ocurrió en otros episodios de modificaciones impositivas del IVA, probablemente como consecuencia de la situación de debilidad del gasto interno. Cabe esperar y sería deseable que, una vez que desaparezcan los efectos base vinculados a este cambio normativo, en la segunda mitad del año que viene, la inflación subyacente retorne a los bajos niveles que mostró antes de la subida del IVA. La ausencia de cláusulas de salvaguarda sobre la inflación en la negociación colectiva salarial de 2011 que establece el Acuerdo mencionado ayudará a evitar que los efectos de la subida de la imposición indirecta promuevan efectos de segunda ronda y de inercia inflacionista.

Finalmente, cabe prever que el estancamiento de la economía española en el tercer trimestre tenga un carácter transitorio y que, una vez concluidos los efectos de los desplazamientos de las decisiones de gasto al primer semestre, en anticipación a la subida del IVA, la actividad recupere la senda de suave recuperación que había iniciado a comienzos del año. No obstante, para que esta adquiera la intensidad que se necesita para la creación de empleo, será imprescindible contar con una continuada aportación positiva de la demanda exterior neta y con un progresivo dinamismo del sector privado, asentado en el saneamiento de su posición financiera y en la mejora de las expectativas de los agentes que un abanico ambicioso de reformas estructurales debería propiciar.

## 2 Entorno exterior del área del euro

Durante el tercer trimestre, se produjo un cambio importante en los factores que catalizan la evolución económica y financiera a nivel global, cambio que tuvo una influencia positiva, en general, sobre el comportamiento de los mercados financieros internacionales. Tras los temores generados en torno a la crisis de deuda soberana europea, que dominaron en el segundo trimestre, la preocupación se centró durante el verano en la incertidumbre acerca de la recuperación en las economías desarrolladas, fundamentalmente en Estados Unidos. Las crecientes divergencias en el ritmo de recuperación entre regiones, con un dinamismo mucho mayor en las emergentes, han producido una amplia diferenciación en la orientación de las políticas económicas, que ha dado lugar a crecientes tensiones cambiarias en el último mes y medio, en un entorno de tipos de interés a largo plazo a la baja en las economías desarrolladas. El principal desencadenante de estas tensiones ha sido la perspectiva de una nueva fase de expansión monetaria en Estados Unidos. La Reserva Federal se ha mostrado cada vez más abierta a ella, fundamentando su cambio de posición en la debilidad del crecimiento económico y en los bajos niveles de inflación, en un contexto en el que el margen de actuación fiscal está limitado por razones económicas y por la proximidad de las elecciones. Aunque la efectividad de esta nueva oleada de medidas extraordinarias es incierta, los mercados descuentan nuevas medidas de tipo no convencional (*quantitative easing*), lo que ha propiciado una depreciación generalizada del dólar y un incremento de las tensiones en los mercados cambiarios. Si bien China incrementó su ritmo de revalorización frente al dólar, este sigue siendo insuficiente para inducir una apreciación del renminbi en términos efectivos. En este contexto, muchos países han tenido que hacer frente a fuertes presiones apreciatorias, y lo han hecho, bien interrumpiendo el ciclo de subidas de tipos de interés oficiales (como en algunas economías emergentes), bien acumulando un mayor volumen de reservas o mediante la intervención directa en el mercado de divisas (caso de Japón), o bien reforzando el uso de controles de capitales (Brasil, por ejemplo).

En cuanto a la evolución de los distintos mercados financieros, las bolsas registraron caídas generalizadas durante el mes de agosto, con un aumento de la volatilidad, a causa de la incertidumbre sobre la recuperación de la economía estadounidense. Sin embargo, en septiembre y octubre se produjo una corrección de estas pérdidas, así como una mejora en los mercados de crédito, debido, en parte, a la expectativa de mayores estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal y, en el caso del sector financiero, al aumento de confianza que supuso la aprobación del acuerdo de Basilea III y la valoración positiva de los efectos de la reforma financiera norteamericana. Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública de las principales economías mostraron descensos en todos los tramos, más acusados en los plazos largos, segmento hacia el cual se espera que vayan dirigidas las medidas de expansión monetaria. En los mercados cambiarios, el dólar se depreció frente a las principales divisas entre un 5% y un 10%, en los últimos tres meses, mientras que el renminbi chino se apreció poco más de un 2% frente al dólar. En los mercados emergentes, las mejores perspectivas económicas y unos diferenciales de tipos de interés favorables impulsaron unas crecientes entradas de capitales, que, a su vez, generaron fuertes ganancias bursátiles, un descenso de los diferenciales soberanos y presiones apreciatorias sobre los tipos de cambio. Por su parte, los precios de las materias primas experimentaron ascensos generalizados, tras las bajadas del trimestre anterior, con subidas de un 16% en los precios de los metales y de un 13% en los precios de los alimentos. El barril de petróleo tipo Brent cotiza actualmente en el entorno de los 80-85 dólares, unos 10 dólares por encima del nivel de precios a comienzos de julio, mientras que el precio del oro superó



los 1.300 dólares por onza. Estas subidas guardan relación con la depreciación del dólar y la caída en los tipos de interés.

En Estados Unidos, la estimación de avance del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento intertrimestral anualizado del 2% (3,1% interanual), frente al 1,7% del primer trimestre (3% interanual). La aceleración fue debida, sobre todo, a la contribución positiva del consumo privado y la acumulación de existencias. No obstante, los indicadores más recientes han intensificado las dudas sobre la recuperación, dada la marcada debilidad del mercado laboral, el estancamiento del mercado inmobiliario residencial —que se analiza en el recuadro 1—, la atonía del consumo y las dudas sobre la robustez de la inversión. Así, las ventas al por menor se ralentizaron durante el trimestre, pese al repunte registrado en septiembre, al tiempo que el sentimiento del consumidor se deterioró. Por su parte, los datos de creación de empleo continúan siendo muy decepcionantes, de forma que la tasa de paro se mantiene en el 9,6% de la población activa. Los indicadores del mercado inmobiliario residencial mostraron fuertes caídas tras la finalización de las ayudas fiscales para la compra de vivienda, a finales de abril, a pesar del ligero repunte de las ventas de viviendas y de las viviendas iniciadas en septiembre. En cuanto a la inflación, la tasa de variación interanual del IPC se mantuvo en septiembre en el mismo nivel que en junio, 1,1%, mientras que la inflación subyacente se redujo hasta el 0,8%, el menor nivel en cincuenta años. En este contexto, la Reserva Federal dejó inalterado el tipo de interés oficial —entre el 0% y el 0,25%— y reiteró que lo mantendrá en niveles reducidos por un tiempo prolongado, al tiempo que mostró una mayor preocupación por los riesgos a la baja sobre la actividad y los precios, confirmando su voluntad de realizar nuevas compras de bonos para reanimar la economía, si fuera necesario, lo que anticipa una nueva fase de expansión cuantitativa (*quantitative easing II*).

En Japón, el crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo trimestre se situó en el 0,4% (2,4% interanual), lo que supone una desaceleración respecto al 1,2% del trimestre anterior (4,7% interanual), debido al estancamiento del consumo, la contribución negativa de las existencias y una mayor contracción de la inversión pública. Los datos más recientes apuntan a un descenso de la producción industrial, ligado a una reducción de las exportaciones, en un contexto de desaceleración de la demanda mundial y de apreciación del yen, y a un deterioro del sentimiento empresarial y del consumidor, que apunta a un retroceso más acusado de la actividad a finales de año. Sin embargo, en el mercado laboral la tasa de paro se redujo tres décimas en el trimestre, hasta el 5% de la población activa, con una marcada recuperación del empleo. Por otra parte, los precios de consumo agudizaron su ritmo de caída, hasta el -0,6% interanual en septiembre, y la inflación subyacente se mantuvo en el -1,5%. En este contexto de mayor preocupación por el ritmo de recuperación y por la tendencia apreciadora del yen, a mediados de septiembre el Banco de Japón intervino en los mercados de divisas vendiendo yenes por un importe estimado del 0,4% del PIB; ya en octubre, redujo el tipo de interés oficial al rango de 0%-0,1% y aprobó un fondo de 5 billones de yenes (1,1% del PIB) para compras de activos, con el objetivo de reducir los tipos a más largo plazo.

En el Reino Unido, la estimación inicial del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento intertrimestral del 0,8% (2,8% interanual), inferior al 1,2% del segundo trimestre (1,7% interanual). En esta línea, los datos de mayor frecuencia sugieren una moderación en el crecimiento desde el tercer trimestre, dada la atonía del sentimiento empresarial y del consumo privado y la debilidad del sector exterior. En el mercado laboral, la tasa de paro se redujo una décima, hasta el 7,7% de la población activa, manteniéndose un buen ritmo de creación de empleo. Sin embargo, la recuperación iniciada en el mercado inmobiliario a mediados de 2009 parece haberse detenido, con un debilitamiento en la demanda que ha causado un nuevo estancamiento.

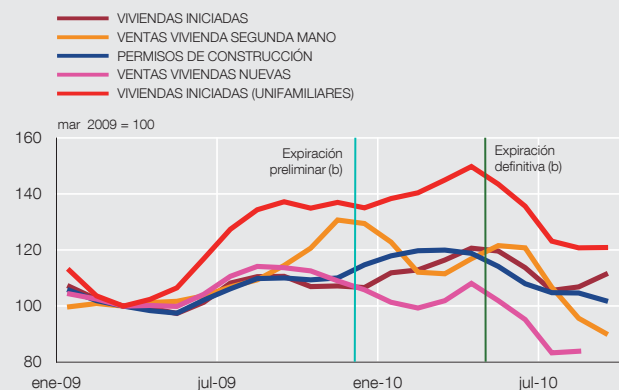
El mercado de la vivienda ha estado en el epicentro de la crisis económica y financiera de la economía de Estados Unidos. No solo la financiación hipotecaria fue el desencadenante próximo de la turbulencia financiera que inició la crisis, sino que, además, el ajuste del sector inmobiliario ha sido un factor determinante de la entrada en recesión de la economía, afectando particularmente al mercado de trabajo y a la posición financiera de los hogares. Desde septiembre de 2008, las autoridades estadounidenses introdujeron una importante batería de ayudas públicas con objeto de normalizar este mercado. Sin embargo, su retirada parcial, en un contexto de fragilidad económica y financiera, ha puesto de manifiesto que la demanda privada no puede proporcionar aún un soporte suficiente para el desarrollo normal de la actividad inmobiliaria. Este recuadro analiza la evolución reciente del mercado de la vivienda estadounidense, identificando los factores que alimentan los riesgos de una recaída, en ausencia de ayudas públicas adicionales, dado el agotamiento del margen para nuevos apoyos fiscales.

El ajuste del mercado de la vivienda ha sido muy severo en comparación con episodios pasados. La corrección comenzó a principios

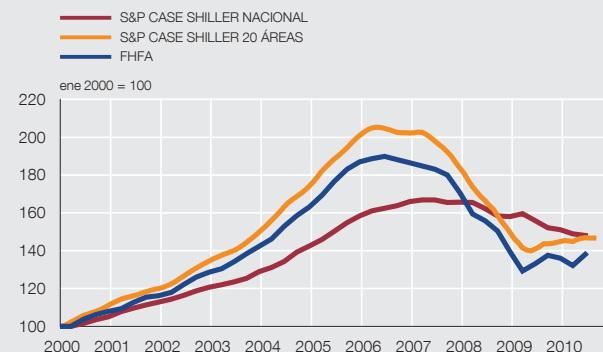
de 2006, sentando las bases que darían lugar al problema de las hipotecas *subprime* a mediados de 2007; en septiembre de 2008, el ajuste inmobiliario se intensificó al hilo del colapso financiero. Las viviendas iniciadas pasaron de 2,3 millones, al final de la anterior fase expansiva, a 477.000 unidades en el mínimo cíclico (comienzos de 2009), mientras que, en el mismo período, las ventas de viviendas de segunda mano descendieron de 7,1 millones de unidades a 4,5 millones (véase gráfico 1). Los precios, medidos por el índice Case-Shiller para las 20 áreas urbanas principales, cayeron un 32% (véase gráfico 2). Ante el desplome del mercado, los apoyos públicos<sup>1</sup>, que se iniciaron con la intervención de Fannie Mae y Freddie Mac, en septiembre de 2008, fueron decisivos para lograr la estabilización del mercado. Por un lado, apoyadas en la colocación de buena parte de sus titulaciones en la Reserva Federal, estas agencias paraguubernamentales intervenidas aumentaron el volumen de financiación a un

1. Para un estudio detallado del apoyo fiscal y monetario al mercado hipotecario, consúltese Cuadro-Sáez, Romo y Rubio (2010), «El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

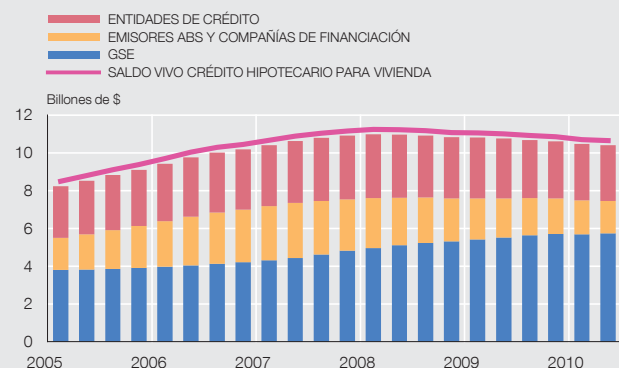
1 VIVIENDAS INICIADAS, PERMISOS Y VENTAS (a)



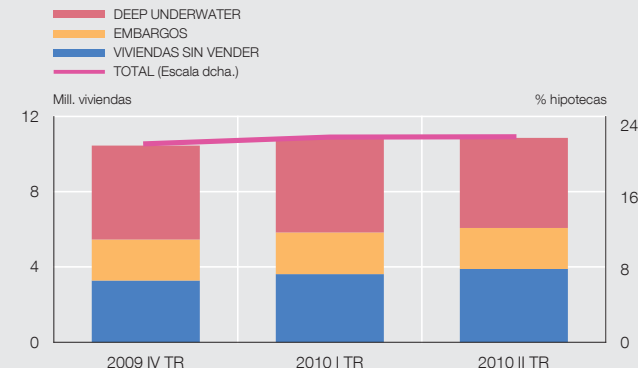
2 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA



3 PAPEL DE LAS GSEs EN EL MERCADO HIPOTECARIO (saldo vivo)



4 VIVIENDAS PENDIENTES DE VENTA: VALOR ACTUAL Y POTENCIAL (c)



FUENTES: National Association of Realtors, Bureau of the Census, Federal Housing Finance Agency, S&P Case Shiller, Federal Reserve Board (Flow of Funds) y First American Corelogic.

- a. Por simplicidad en la presentación, las series se representan como una media móvil de tres meses.
- b. Fechas de referencia para el crédito fiscal para nuevos compradores de vivienda.
- c. «Deep underwater» recoge aquellas hipotecas cuya ratio préstamo-valor está por encima del 125%.

coste reducido, al tiempo que se establecieron créditos fiscales a nuevos compradores de vivienda que probaron ser determinantes para la reactivación del mercado (véase gráfico 3). Por otro lado, se activaron medidas para prevenir ejecuciones evitables mediante programas de modificación de hipotecas en dificultades y la refinanciación de hipotecas con condiciones excesivas; también se dotaron fondos para la estabilización de áreas particularmente afectadas por los embargos. Esta batería de actuaciones, junto con la estabilización de la actividad económica, logró revertir la tendencia descendente del mercado, de modo que, entre la primavera y el otoño de 2009, las viviendas iniciadas y las ventas aumentaron en más de un 20% y los precios se estabilizaron.

A pesar de que la retirada de las ayudas fiscales para compra de vivienda, inicialmente prevista para octubre de 2009, se aplazó hasta abril de 2010 ante las dudas sobre la capacidad de la demanda privada para reactivar el mercado, la eliminación de los créditos fiscales para nuevos compradores de vivienda<sup>2</sup> propició una importante ralentización de la actividad inmobiliaria y vino a confirmar que la recuperación del mercado estaba basada en el soporte gubernamental. Las viviendas iniciadas y los permisos de construcción de viviendas unifamiliares se han contraído un 20% entre abril y septiembre, y las ventas de viviendas, tanto nuevas como de segunda mano, cayeron un 25% entre abril y septiembre; al tiempo, el *stock* de viviendas sin vender en relación con las ventas mensuales ha aumentado significativamente. En conjunto, los indicadores del mercado inmobiliario se sitúan de nuevo en torno a los mínimos históricos alcanzados en la primavera de 2009, a lo que también ha contribuido la renovada debilidad del mercado laboral a partir del verano.

Las perspectivas para el mercado inmobiliario son negativas y los riesgos están sesgados a la baja, dada la debilidad de la demanda privada y el agotamiento del margen fiscal para introducir nuevos apoyos públicos en el futuro inmediato. Por otra parte, la persistente debilidad del mercado laboral podría causar más embargos hipotecarios, incrementando el ya elevado *stock* de viviendas sin vender y presionando a la baja los precios, lo que provocaría un aumento del número de viviendas cuyo precio está por debajo de la deuda hipotecaria pendiente, es decir, cuya ratio préstamo-valor es superior al 100% (las denominadas hipotecas *underwater*). El gráfico 4 presenta una estimación de las viviendas que podrían entrar en el mercado, obtenida como la suma del *stock* de viviendas sin vender, las que están en proceso de embargo y las asociadas a hipotecas con ratios préstamo-valor por encima del 125% (*deep underwater*); en conjun-

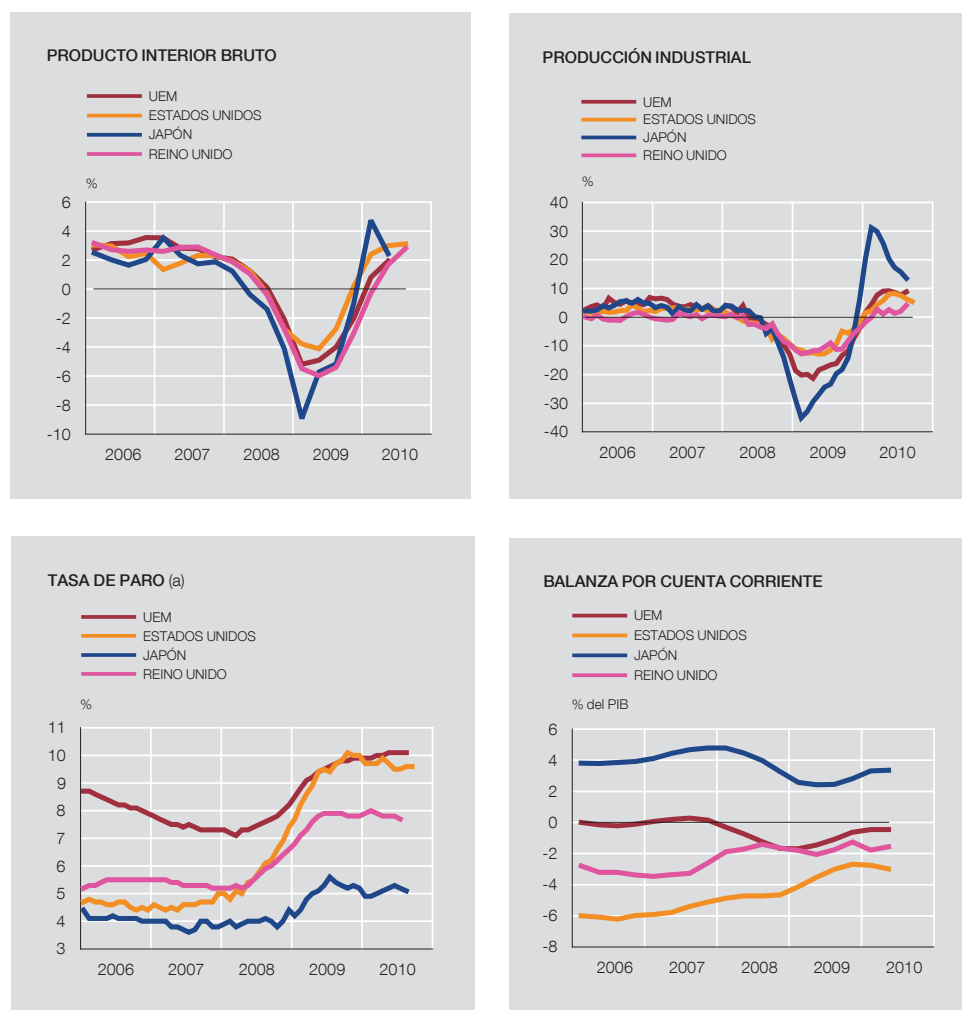
to, un 10% del total de hipotecas. Esta es una proporción muy elevada, aunque debe interpretarse como una cota máxima, debido a las intersecciones entre las tres categorías<sup>3</sup>. Además, en relación con las hipotecas *underwater*, hay que señalar que los hogares en esta posición parecen reticentes a abandonar sus casas, reacción habitual en Estados Unidos cuando no se puede hacer frente al pago de la hipoteca, dado que, en la mayoría de los casos, el prestatario solo responde con la casa a su deuda hipotecaria. Ahora, sin embargo, la incertidumbre sobre si volverían a lograr un volumen de financiación suficiente para comprar una vivienda de características similares frena esos abandonos.

Otro elemento de incertidumbre y riesgo es la reforma pendiente de las agencias Fannie Mae y Freddie Mac, intervenidas por el Gobierno y que son una fuente de pérdidas, pero, al mismo tiempo, son la clave para el mantenimiento del mercado hipotecario (véase el artículo citado en la nota 1). De hecho, la reforma de estas agencias, que previsiblemente restringirá su actividad, se ha ido retrasando por el posible impacto negativo que tendría sobre el mercado, al limitar el acceso a la financiación por esta vía. Hasta 2011 no comenzará a discutirse la reestructuración y aún no están definidas las líneas concretas de la misma. Finalmente, las irregularidades detectadas recientemente en la gestión de la documentación correspondiente a hipotecas titulizadas han provocado que algunos bancos hayan detenido los procesos de embargo, lo que ha generado pérdidas para algunos tenedores de titulizaciones y podría tener importantes consecuencias para las entidades tituladoras, si se ven obligadas a recomprar algunas de estas emisiones.

En definitiva, la actividad del mercado de la vivienda en Estados Unidos ha estado sostenida, en gran medida, por los apoyos públicos, sin que la demanda privada haya sido capaz de sustituirla por sí sola tras la finalización de parte de estas ayudas; esto ha generado un importante deterioro de las perspectivas en este mercado. La renovación de algunas de las medidas no convencionales de política monetaria (nuevas compras de bonos por parte de la Reserva Federal) podría contribuir a sostener el mercado hipotecario, en un contexto de margen fiscal muy limitado. Sin embargo, factores como el debilitamiento del mercado laboral, que podría redundar en un aumento adicional del volumen de viviendas sin vender, o la incertidumbre sobre la reforma pendiente del mercado hipotecario pueden seguir pesando sobre las perspectivas en los próximos meses.

2. Estos créditos fiscales eran equivalentes a una deducción en la cuota líquida por el 10% del valor de la vivienda, con ciertas restricciones que suponían que, en términos efectivos, el límite se situara aproximadamente en el 3,7% del precio medio, muy por debajo del 10%.

3. De hecho, un reciente estudio de la Reserva Federal demuestra que no se producen impagos estratégicos relevantes hasta que la ratio préstamo-valor alcanza el 150%, y solo es a partir del 162% cuando la mitad de los deudores hace un impago estratégico. Véase Bhutta et al. (2010), *The Depth of Negative Equity and Mortgage Default Decisions*.

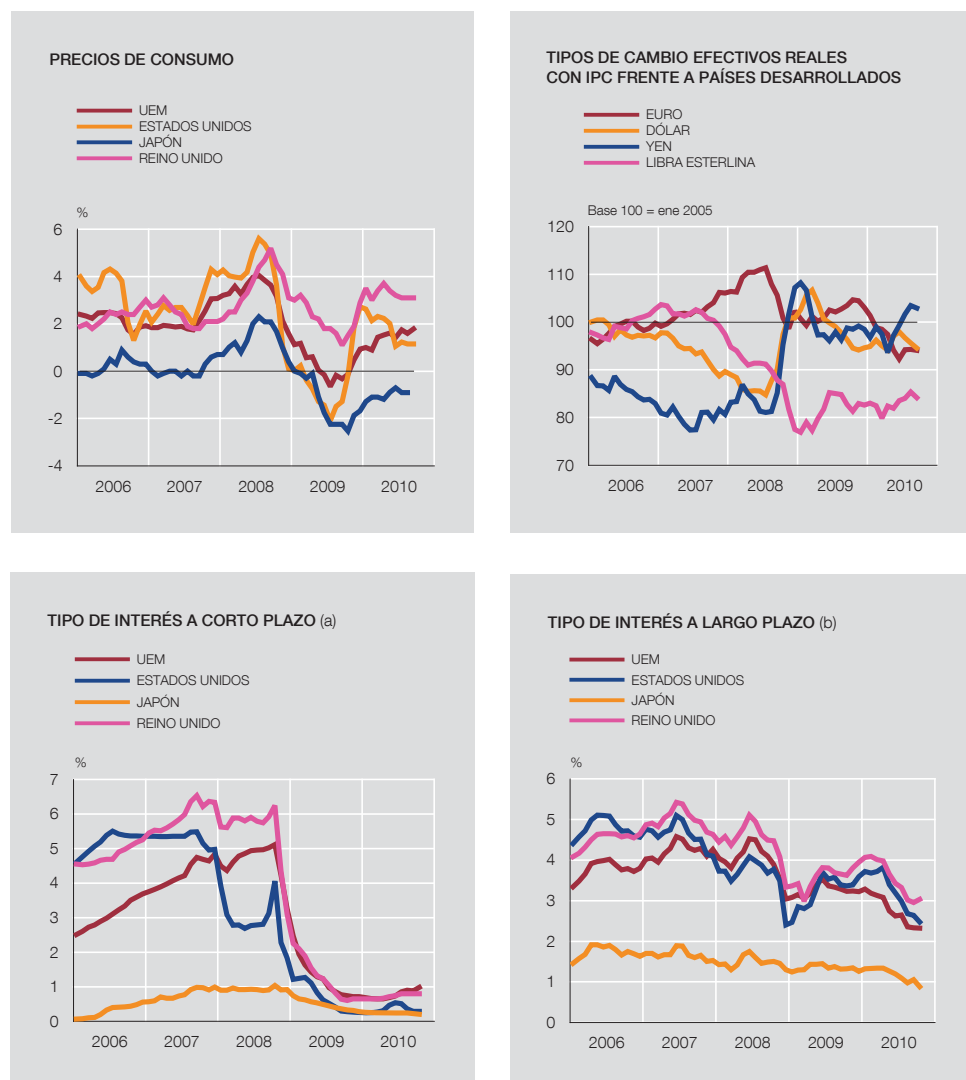


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

to de los precios. En cuanto a los precios de consumo, el IPC en septiembre se mantuvo en el 3,1% interanual y la inflación subyacente se moderó, hasta el 2,7%. En este contexto, el Banco de Inglaterra en su reunión de octubre mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5%, sin modificar su programa de compra de activos.

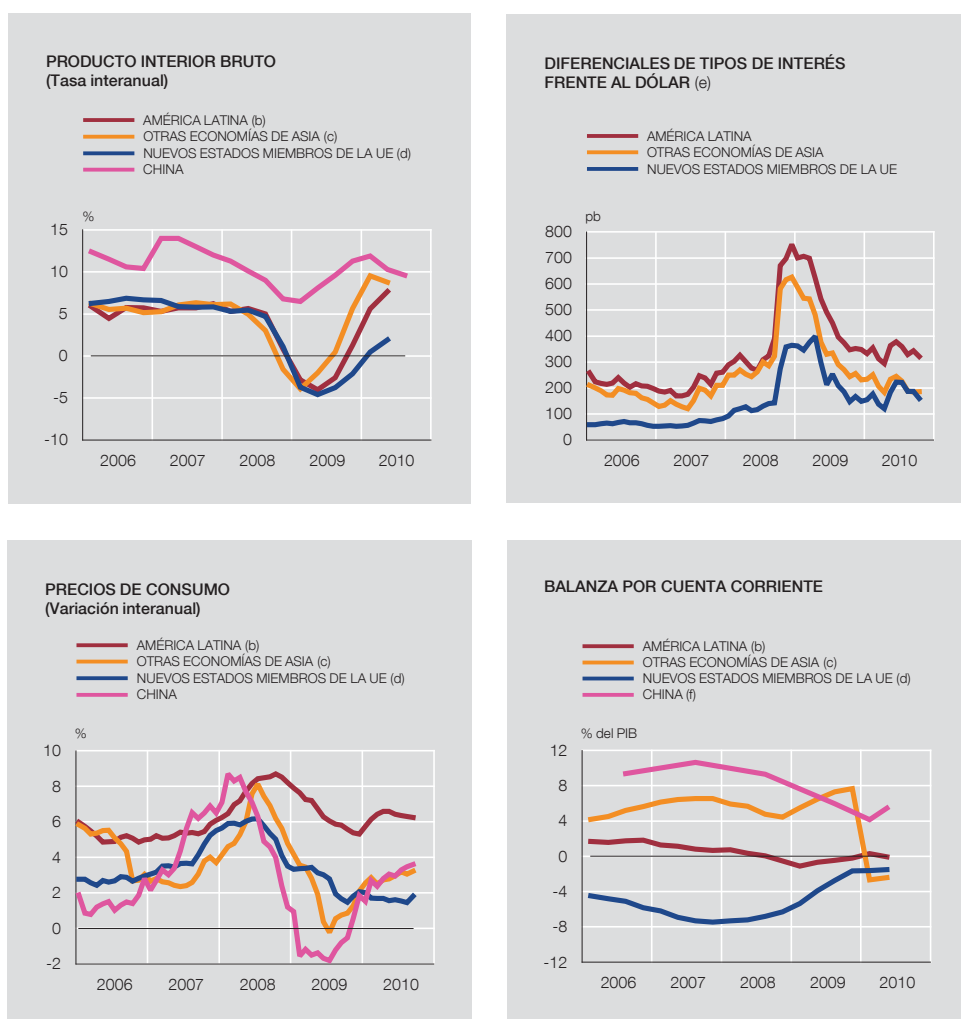
En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB registró en promedio un crecimiento interanual del 1,8% en el segundo trimestre, superior al 0,5% del primer trimestre, impulsado por el dinamismo de las exportaciones hacia el área del euro, mientras que la demanda interna siguió siendo débil, salvo en Polonia. Los indicadores del tercer trimestre muestran una mejora creciente de la producción industrial y signos de reactivación del consumo privado en algunos países. No obstante, la recuperación está siendo muy desigual por países: más pronunciada en Polonia, la República Checa y Estonia, y con tasas interanuales aún negativas en Letonia, Bulgaria y Rumania; en este último caso, el deterioro de la situación económica es notable, debido a las severas medidas de ajuste fiscal adoptadas. A lo largo del trimestre, la inflación ha seguido una senda de ligero aumento, pero se mantiene en tasas moderadas, habiéndose situado en septiembre en el 3,4% interanual, en el promedio de la región. En este contexto, los tipos de interés oficiales se mantuvieron inalterados.



FUENTE: Banco de España.

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

En China, la actividad mostró una ligera desaceleración en el tercer trimestre en términos interanuales (el PIB creció un 9,6%, frente al 10,3% del segundo trimestre) como resultado principalmente de un efecto base menos favorable. Este dato apunta a un mayor dinamismo de la economía, en relación con el trimestre precedente, sustentado por la solidez de la inversión y el consumo privado, que contrarrestaron el menor impulso de la inversión pública y la reciente moderación de las exportaciones. Pese a la desaceleración de las exportaciones, en el tercer trimestre se acumuló un elevado superávit comercial, lo que ha alimentado la presión internacional sobre China para que aprecie a un ritmo mayor el valor de su moneda. En cuanto a los precios, la tasa de inflación repuntó levemente hasta el 3,6%. En este contexto, el banco central elevó el tipo de interés de referencia en 25 pb en octubre; previamente había aumentado transitoriamente el coeficiente de reservas bancarias para los principales bancos del país. La apreciación del renminbi frente al dólar desde su flexibilización a mediados de junio ha sido de poco más del 2% y la mayor parte de la misma se produjo desde inicios de septiembre. En el resto de Asia, las principales economías de la región mantuvieron un importante dinamismo en el segundo trimestre (el PIB creció, en promedio, un 8,4% en términos interanuales, frente al 8,7% anterior), aunque los indicadores más recientes muestran cierta



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.  
 b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.  
 c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.  
 d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.  
 e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye a China.  
 f. Datos anuales hasta 2009.

desaceleración de la actividad. Por su parte, la tasa de inflación interanual aumentó en Corea del Sur y disminuyó en Tailandia, la India, Indonesia y Filipinas. En este contexto, y ante las presiones apreciadoras de los tipos de cambio, apenas se registraron cambios en las políticas monetarias, con la excepción de la subida de tipos oficiales en Tailandia y la India, y la ampliación de la banda de fluctuación del dólar de Singapur.

En América Latina, el crecimiento interanual del PIB se situó en el 7,7% en el segundo trimestre (5,6% en el trimestre anterior), la tasa más elevada desde comienzos de los años setenta, si bien los efectos base tras el ajuste previo explican en parte esta elevada cifra. La aceleración de la actividad fue generalizada en toda la región, con la excepción de Brasil, que, pese a todo, mantuvo un crecimiento muy elevado (del 9% al 8,8%). Este dinamismo respondió al impulso de la demanda interna, que aportó cerca de 10 pp, y, dentro de esta, especialmente al de la inversión. Sin embargo, los indicadores del tercer trimestre apuntan, en general, a una

ligera desaceleración de la actividad, salvo en Chile y Venezuela. La inflación disminuyó una décima en septiembre, hasta el 6,3% en promedio, si bien con divergencias entre países. La región siguió registrando fuertes entradas de flujos de cartera y de inversión directa, mientras que las emisiones de deuda pública y privada se intensificaron hasta registros máximos en algunos países, como en México. En este país, el Tesoro colocó el primer bono con vencimiento a 100 años en la región. En este contexto, que propició la apreciación de los tipos de cambio, algunos bancos centrales detuvieron la retirada del estímulo monetario (Brasil, Perú), mientras que el banco central de Chile siguió subiendo tipos (25 pb en octubre), si bien a un ritmo inferior al de meses anteriores (50 pb en los cuatro meses precedentes). Los bancos centrales continuaron acumulando reservas, de modo que en todos los países, salvo en Colombia y Venezuela, alcanzaron sus máximos históricos. En Brasil, se elevó la tarifa del impuesto a las transacciones financieras para las entradas de inversión en renta fija en dos ocasiones.

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

Tras unos meses de crecimiento muy moderado, la actividad económica del área del euro repuntó en el segundo trimestre de este año gracias, por un lado, al fuerte impulso procedente del sector exterior y, por otro, a algunos factores extraordinarios concentrados, en gran medida, en la economía alemana y que influyeron positivamente en la demanda interna. La información disponible más reciente sobre el tercer trimestre apunta a que prosiguió la recuperación, si bien a un ritmo más moderado. La ralentización del crecimiento obedeció, además de a la desaparición de los factores de naturaleza transitoria, al menor impulso procedente del sector exterior y al desvanecimiento progresivo de los estímulos de las políticas económicas. Más a medio plazo, las predicciones más recientes publicadas por organismos internacionales confirman a grandes líneas el perfil incorporado en el último ejercicio de proyecciones del BCE de crecimiento moderado hasta finales de 2011, de forma que el PIB tardará todavía en recobrar los niveles previos al inicio de la crisis. Además, este escenario de lenta recuperación continúa sujeto a un elevado grado de incertidumbre y a riesgos a la baja, en buena medida procedentes del sector exterior, que podrían haberse intensificado por la apreciación reciente del tipo de cambio efectivo nominal del euro.

Las tensiones en los mercados de bonos soberanos, que parecían haberse calmado a comienzos del verano, resurgieron a finales de agosto, aunque, en esta ocasión, el alcance por países fue más limitado. Las dificultades para reconducir la situación de las finanzas públicas portuguesas y las dudas sobre la solvencia financiera del sistema bancario irlandés empujaron de nuevo los diferenciales respecto al bono alemán de ambas economías, mientras que Italia y España —países que se vieron contagiados, aunque en distinta medida, por la crisis de la deuda griega en mayo— consiguieron desmarcarse con una evolución más estable de los tipos de su deuda y un diferencial más reducido (véase recuadro 2). A pesar de este carácter más acotado, el nuevo episodio de inestabilidad de los mercados de la deuda soberana constituye un recordatorio de la magnitud de los desafíos a los que se enfrenta el área del euro. Resulta esencial que los países en dificultades singulares, entre los que se encuentran Irlanda y Portugal, muestren sin ambigüedad su determinación para llevar a cabo las reformas fiscales y estructurales necesarias para asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo. En el plano de la mejora de la gobernanza económica europea (véase recuadro 3), aunque el Informe del Grupo de Trabajo presidido por Van Rompuy representa un avance, en algunos casos significativo, se echa de menos todavía un mayor grado de ambición por parte de los Gobiernos del área del euro. Además, durante el trimestre se registraron avances en el diseño de la nueva arquitectura financiera europea, con la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y de otras tres autoridades supervisoras y con la puesta en marcha de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera.

En este contexto de recuperación económica frágil y de contención de las presiones inflacionistas, el BCE mantuvo el tono acomodaticio de su política monetaria. Así, los tipos de interés oficiales permanecieron en niveles muy reducidos y las medidas no convencionales de apoyo al crédito continuaron operativas; entre ellas destacan la adjudicación plena a tipo fijo en las subastas regulares de liquidez y el Programa para el Mercado de Valores mediante el cual se efectúan compras de deuda pública y privada en los mercados secundarios. No obstante, la progresiva normalización de los mercados financieros ha dado lugar a una elevación de los tipos interbancarios, en particular en los plazos más cortos, ante las perspectivas de retirada progresiva de las medidas extraordinarias de política monetaria.



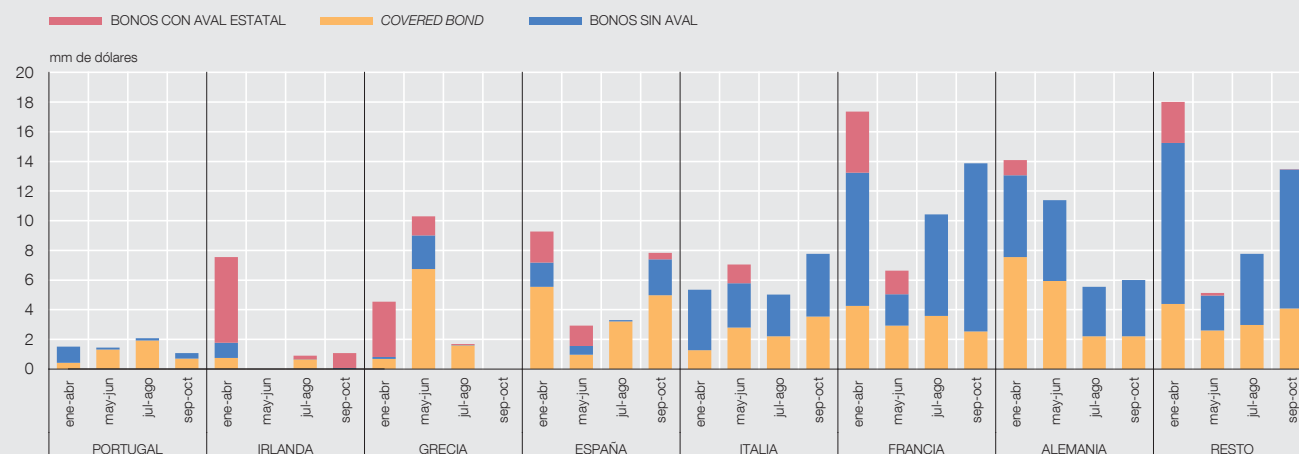
La crisis económica y financiera ha dado lugar a unos diferenciales de rentabilidad elevados entre los distintos bonos soberanos del área del euro, particularmente de los Estados con posiciones fiscales más débiles. En mayo de este año, los mercados de deuda pública llegaron a experimentar momentos de inestabilidad extrema como consecuencia de la crisis fiscal griega y su transformación en una crisis de confianza que afectó al conjunto del área. Estas tensiones se trasladaron, a su vez, al sector bancario, que se vio particularmente afectado por la desconfianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, ya que, por un lado, influían en el precio de la deuda pública y, por tanto, podían implicar pérdidas elevadas, y, por otro, ponían en cuestión el valor de las garantías explícitas o implícitas que los Estados habían extendido sobre los bancos nacionales en un contexto de incertidumbre sobre su posición patrimonial. Esto se reflejó, como muestra el primer gráfico, en una contracción sustancial de sus emisiones de deuda a medio y largo plazo.

Las medidas de emergencia que fueron adoptadas durante la primavera por parte del BCE y de los Gobiernos de la UE, en colaboración con

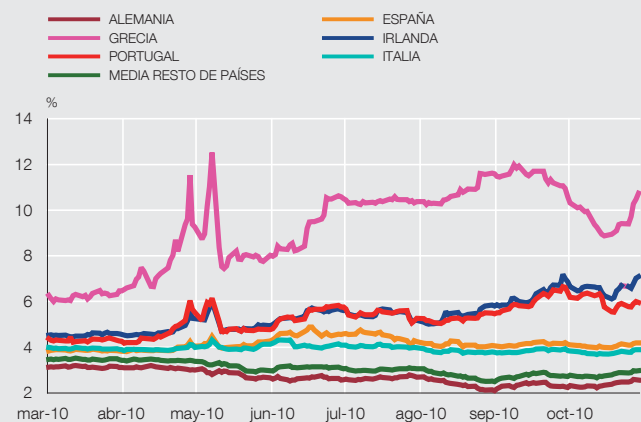
el FMI<sup>1</sup>, hicieron que la inestabilidad tendiera a remitir en julio. Esta mejora se vio reforzada, además, por la publicación a final de dicho mes de los resultados de las pruebas de resistencia de los bancos de la UE, que permitieron una relajación de las condiciones de acceso de los bancos a los mercados de financiación. Sin embargo, hacia finales del verano, las tensiones se reprodujeron, centradas esta vez en los mercados de deuda pública portuguesa e irlandesa, al tiempo que la rentabilidad de la deuda griega se mantenía en registros muy elevados que solo comenzaron a ceder de manera sustancial en septiembre, tras recibir una valoración positiva de la ejecución de su programa económico. Esta evaluación favorable permitía un nuevo desembolso de fondos dentro del paquete de préstamos acordado por el FMI y los países del área. Los nuevos brotes de incertidumbre hicieron que el Bund alemán a diez años llegara a cotizar en valores mínimos del 2,1% (véase segundo gráfico), mientras que los tipos de la deuda irlandesa y portuguesa repuntaron hasta situarse la rentabilidad de los bonos a

1. Para más detalle, véase recuadro 3 del *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto.

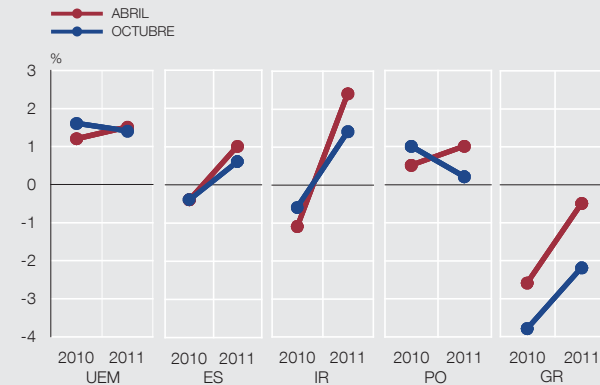
EMISIÓN BRUTA DE BONOS A MEDIO Y LARGO PLAZO DE EMPRESAS FINANCIERAS. ZONA DEL EURO (a)



RENTABILIDAD DEUDA PÚBLICA DIEZ AÑOS



PREVISIÓN CRECIMIENTO PIB 2010 Y 2011  
Consensus Forecast



FUENTES: Consensus Forecast, Dealogic y Banco de España.

a. Se ha utilizado el promedio mensual.

diez años a finales de septiembre por encima del 7% en el caso de la primera, que veía desde el verano como S&P, Moody's y Fitch rebajaban nuevamente su calificación crediticia.

Una diferencia importante con respecto a lo ocurrido en la primera parte del año es que en esta ocasión las tensiones no se propagaron a países como Italia y, especialmente, España, que mostraron una evolución diferenciada. En el caso español, la razón de este comportamiento más favorable del diferencial soberano radica en los avances realizados en el triple ámbito de la consolidación fiscal, las reformas estructurales y la reestructuración del sistema financiero. Estos avances se vieron además potenciados como resultado del ejercicio de transparencia que supuso la publicación de las pruebas de resistencia de la banca, bajo el diseño común para el conjunto de países de la UE, pero con una cobertura y grado de detalle muy superior para España, decisivos para despejar las dudas que de manera exagerada se habían generado sobre la solidez del sector. De hecho, la paulatina reducción del diferencial de tipos frente a Alemania ha venido acompañada de una mejora del acceso de los bancos a los mercados de financiación, recurso que se ha mantenido muy limitado en el caso de Portugal, Irlanda o Grecia.

En los casos irlandés y portugués, sin embargo, los mercados no percibieron con la misma intensidad esta determinación para adoptar actuaciones decididas de política económica con el doble objetivo de, primero, salvaguardar la estabilidad fiscal en el medio plazo y, segundo, favorecer el crecimiento sostenible. Esto dejó su deuda pública muy expuesta a la acumulación de malas noticias sobre las respectivas economías. Así, en el caso de Irlanda, la ampliación del diferencial soberano estuvo vinculada a la creciente incertidumbre sobre las implicaciones fiscales de las perspectivas negativas del sector bancario doméstico, sometido a un largo proceso de reestructuración de mucha envergadura y receptor de un gran volumen de ayudas públicas que parecía, no obstante, insuficiente. En el caso de Portugal, el deterioro se produjo también por un aumento del riesgo sobre las cuentas públicas, que podría haberse visto realimentado por las tensiones en la deuda irlandesa. La revisión a la baja del crecimiento económico para 2011, que se ilustra en el tercer gráfico, y la evolución relativamente desfavorable de la ejecución presupuestaria amenazaban la consecución de los objetivos de déficit público y elevaban sustancialmente el

esfuerzo requerido para recobrar la senda de consolidación prevista originalmente.

En este contexto, las autoridades irlandesas y portuguesas han tratado de despejar las incertidumbres existentes con sendos anuncios a finales de setiembre. Así, Irlanda publicó las estimaciones revisadas de las pérdidas previstas y las mayores necesidades de capital, previsiblemente público, que iban a surgir del nacionalizado Anglo Irish Bank —que había sido excluido de las pruebas de resistencia de los bancos de la UE— y del programa de saneamiento de activos del NAMA<sup>2</sup>. Como resultado, el impacto sobre el déficit público de las ayudas de capital a la banca durante 2010 —algunas de ellas ya realizadas— ascendería a un importe estimado del 20% del PIB. A la espera de ajustes fiscales que se anunciarán en noviembre, las iniciativas del Gobierno irlandés lograron contener transitoriamente el deterioro de la deuda, aunque el diferencial frente a la alemana volvió a superar los 450 pb a finales de octubre. Por su parte, el 30 de setiembre Portugal anunció nuevas medidas de ajuste para 2010 y propuestas adicionales para el presupuesto de 2011, lo que —a la espera de la concreción de reformas estructurales pendientes— contribuyó, también de forma temporal, a atenuar las tensiones sobre la deuda.

En definitiva, la evolución reciente de los mercados de deuda soberana en la UEM ilustra la importancia de que, en aquellos países con dificultades singulares, las políticas económicas nacionales adopten como prioridad la consolidación fiscal y que esta venga acompañada por la reestructuración del sector bancario y por reformas estructurales ambiciosas que promuevan el crecimiento.

2. La National Asset Management Agency o NAMA fue creada para adquirir préstamos dañados —principalmente de promotores— y sanear el balance de cinco bancos irlandeses —que representan una parte muy importante del tejido bancario doméstico—. El NAMA intercambia los préstamos por bonos —con aval estatal— y por deuda subordinada en una pequeña parte, que el NAMA emite para este fin. El NAMA finalizó dos tramos de adquisiciones en abril y agosto de 2010, aplicando un descuento global del 52% sobre el valor en libros de los préstamos, rebaja muy superior al 30% que inicialmente estimó el Gobierno. El total de la cartera de préstamos que va a adquirir tiene un valor contable de 77 mm de euros, más de un 45% del PIB. El NAMA es un vehículo financiero clasificado fuera del sector de Administraciones Públicas y, por tanto, la repercusión sobre las cuentas públicas es en forma de pasivos contingentes por el aval en los bonos del NAMA.

### 3.1 Evolución económica

Según la primera estimación de la Contabilidad Nacional del segundo trimestre de 2010, el PIB del área del euro aumentó un 1% intertrimestral, siete décimas por encima del registrado en el período de enero-marzo (véase cuadro 1). El avance del producto obedeció, en gran parte, al fuerte crecimiento de las exportaciones y de la inversión, mientras que el consumo privado y el público experimentaron incrementos más moderados (véase gráfico 8). Esta evolución derivó en una aportación a la variación del producto de la demanda interna de 0,5 pp y del sector exterior de 0,2 pp, ya que el significativo repunte de las exportaciones se vio compensado por el dinamismo de las importaciones. Por su parte, la variación de existencias añadió tres décimas a la expansión del PIB. El desglose por ramas de actividad muestra que el valor añadido se incrementó en la mayor parte de las ramas, especialmente en la industria y, en

La crisis global ha puesto en evidencia que existen importantes lagunas en la capacidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para promover el mantenimiento de una política fiscal disciplinada y que es necesario extender el perímetro de supervisión multilateral más allá de las cuentas públicas, con el fin de vigilar y corregir la gestación de desequilibrios que puedan acabar suponiendo una grave amenaza para la estabilidad del área del euro. Por ello, las instituciones europeas están llevando a cabo una profunda revisión de los mecanismos de coordinación y supervisión de las políticas económicas existentes en la UEM.

El avance más relevante en la definición de esta reforma de la gobernanza se registró con la presentación por parte del grupo de trabajo creado en marzo en el seno del Consejo Europeo —*Van Rompuy Task Force*—, en el que intervienen la CE, el BCE y los Estados miembros de la UE, del informe en que se recogen sus propuestas concretas de reforma, que fue aprobado por los jefes de Estado y de Gobierno el 28 de octubre. Estas conclusiones complementan las proposiciones de reforma legislativa que había presentado la Comisión Europea el 29 de septiembre. En el ámbito fiscal, estas propuestas plantean una reforma significativa del PEC que concederá mayor relevancia al criterio de la deuda pública a la hora de valorar la posición fiscal de los distintos países, al tiempo que propugna un sistema de sanciones más amplio y transparente, que se impondrían en una fase más temprana del proceso y con un grado de automatismo que, si bien es mayor que en el pasado, no deja de estar supeditado al procedimiento de mayorías cualificadas que rige las decisiones del Consejo de acuerdo con el Tratado. Todo ello se complementa con una recomendación para fijar los requerimientos mínimos que deben cumplir los marcos fiscales nacionales. También se propone un nuevo mecanismo para detectar, prevenir y corregir la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que pudieran poner en riesgo el proyecto común de la Unión Monetaria. Además, se recomienda profundizar en la coordinación de las políticas económicas —lo que se plasma en el denominado «Semestre europeo», ya aprobado por el ECOFIN en septiembre— y la creación de un mecanismo para la gestión de las crisis, refrendada por los jefes de Estado y de Gobierno el 28 de octubre, así como el fortalecimiento de las instituciones europeas.

En concreto, *la reforma del brazo preventivo* del PEC mantiene el requisito de convergencia hacia los objetivos presupuestarios de medio plazo<sup>1</sup> (OPMP), pero propone la necesidad de una convergencia más rápida si la deuda pública supera el 60% del PIB. En caso de una desviación significativa en relación con la senda de ajuste, que no sea corregida, se iniciará un procedimiento que comenzará con un aviso de la Comisión, podrá seguir con una recomendación del Consejo, al cabo de un mes, y concluir cinco meses más tarde, si no se adoptan las acciones apropiadas, con la imposición de una sanción en forma de depósito no remunerado.

En cuanto al *brazo correctivo del PEC*, si la ratio deuda pública/PIB es superior al 60% y no se está reduciendo de un modo considerado satisfactorio, de acuerdo con unos criterios y una metodología aún pendien-

1. Estos OPMP están contenidos en los Programas de Estabilidad y Convergencia que deben presentar los Estados miembros y se expresan como un porcentaje del PIB en términos estructurales. Los países que no han alcanzado su OPMP deben converger hacia él a un ritmo anual del 0,5% del PIB.

tes de definir, ello sería motivo para la apertura de un procedimiento de déficit excesivo (PDE) o para evitar su cierre aunque el déficit público haya sido reducido por debajo del 3%, tras un diagnóstico por parte de la Comisión de los determinantes subyacentes a la evolución de la deuda. La apertura del PDE implicará que, si el país en cuestión ya ha sido sancionado con la imposición de un depósito remunerado, este deje de remunerarse. Si el país no ha sido sancionado con la imposición de un depósito remunerado, el inicio del PDE dará lugar a una recomendación del Consejo con las actuaciones que deben realizarse en un plazo prefijado. En ambos casos, si no realizan las acciones adecuadas para reducir el exceso de déficit, ello resultaría en la imposición de una multa. El incumplimiento reiterado de las recomendaciones dará lugar a una multa de cuantía superior, que incluirá un componente variable relacionado con el nivel del déficit y que ya aparece en la formulación actual del PEC. Debe destacarse que esta última es la única de las sanciones propuestas que requeriría una mayoría cualificada del Consejo. Las nuevas sanciones en el ámbito fiscal, así como en el de la prevención de desequilibrios macroeconómicos, se impondrán, por el contrario, de forma automática a propuesta de la Comisión, salvo que el propio Consejo decida lo contrario por mayoría cualificada en un plazo de diez días. No obstante, debe señalarse también que en la etapa previa a la imposición de las sanciones (por ejemplo, la valoración de si las desviaciones son o no significativas) las decisiones relevantes siguen correspondiendo al Consejo y adoptándose por mayoría cualificada. También cabe reseñar que todas las nuevas sanciones se aplicarían únicamente, en un primer momento, a los Estados miembros de la UEM.

La última propuesta de la *Task Force* referida al ámbito fiscal defiende la necesidad de garantizar unos requisitos mínimos que deben cumplir las instituciones fiscales nacionales antes de que finalice 2013 en las siguientes áreas: sistemas de contabilidad pública y estadísticas, reglas numéricas coherentes con el diseño del PEC, sistemas de elaboración de previsiones, planificación presupuestaria de medio plazo y adecuado seguimiento de todos los niveles de las Administraciones Públicas. Además, se propone una mejora de la calidad de las estadísticas.

La nueva regulación para la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos y divergencias de competitividad establecerá un sistema de alerta, compuesto por una serie de indicadores económicos y financieros aún pendientes de definir. En caso de que la Comisión considere que la política económica de un Estado miembro puede suponer una amenaza para la estabilidad del conjunto del área, podrá emitir una alerta temprana. En un estado posterior (amenaza particularmente seria), el Consejo decidirá si sitúa al Estado miembro en una «posición de desequilibrio excesiva». Como en el caso fiscal, la puesta en marcha de este procedimiento supone que las políticas de esos países quedan sujetas a un seguimiento estricto por parte de las instituciones europeas, que podría concluir con la imposición de sanciones si los países incumplen de modo reiterado las recomendaciones.

Por otra parte, para aumentar la consistencia y la coordinación de las políticas, todos estos procesos de supervisión se integrarán en el denominado «Semestre europeo», aprobado por el ECOFIN el 7 de septiembre, que se pondrá en funcionamiento en enero de 2011. El «Semestre» comenzará en enero de cada año cuando la Comisión

elabore el *Informe anual de crecimiento*, donde analizará la evolución macroeconómica y fiscal, así como los avances en la consecución de los objetivos de la estrategia Europa 2020. Sobre la base de este informe, en marzo, el Consejo Europeo identificará los principales desafíos económicos y emitirá recomendaciones de política económica para el conjunto del área del euro y de la UE, que serán tenidas en cuenta por los Estados miembros, durante el mes de abril, en la elaboración de sus Programas de Estabilidad y Convergencia y de sus Programas Nacionales de Reforma. Finalmente, en junio y julio el Consejo publicará nuevas orientaciones específicas para cada país que deberán ser tomadas en consideración por estos en el diseño de sus presupuestos y de sus programas de política económica y de reforma.

En conjunto, el informe del Grupo de Trabajo del Consejo constituye un avance en el proceso de mejora de la gobernanza europea, y está en línea con las propuestas de la Comisión Europea, si bien en algunos aspectos presenta una menor concreción y, en ocasiones, una menor ambición que estas últimas. No obstante, desde el Eurosiste-

ma se han planteado dudas fundadas de que el grado de ambición de los Gobiernos sea suficiente para afrontar con garantías la dimensión de los desafíos a que se enfrenta el conjunto de la zona del euro. En este sentido, dos áreas requerirían particular atención: en primer lugar, el establecimiento de procedimientos claros, basados en reglas que minimicen en lo posible la discrecionalidad de los Gobiernos, y, en segundo lugar, el fortalecimiento de dichos procedimientos con el establecimiento de consejos de expertos o agencias fiscales independientes que permitan dotar a las instituciones europeas de mayor capacidad técnica e independencia en la supervisión de las políticas y de las estadísticas nacionales.

Por último, el 28 de octubre los jefes de Estado y de Gobierno acordaron establecer un mecanismo permanente de crisis para salvaguardar la estabilidad financiera del conjunto del área del euro, que implicará una modificación limitada del Tratado de la UE. El diseño de este mecanismo en lo que respecta a la condicionalidad y a la participación del Fondo Monetario Internacional o del sector privado se concretará de aquí a final de año.

menor medida, en los servicios. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el 1,9%, frente al 0,8% del trimestre precedente.

Por países, cabe señalar la fuerte recuperación de la actividad en Alemania, donde el PIB creció en el segundo trimestre un 2,2% (0,5% en los primeros meses del año). Esta aceleración estuvo motivada por los mismos factores antes mencionados para la UEM. Así, al impulso del sector exterior se unió la recuperación de la demanda interna, apoyada, en gran parte, en algunos elementos temporales, como la mejora de las condiciones climatológicas o las mayores compras de bienes duraderos domésticos. En el resto de las principales economías del área, el repunte de la actividad fue sensiblemente inferior. En particular, el PIB se incrementó en Francia un 0,7%, como resultado de la fortaleza de todos los componentes de la demanda interna y, sobre, todo, de la variación de existencias, mientras que en Italia, donde el producto avanzó un 0,5%, fue el saldo exterior neto el mayor contribuyente al crecimiento, aunque el consumo público y la formación bruta de capital fijo también se expandieron.

Según los datos de la Contabilidad Nacional, por segundo trimestre consecutivo el número de empleados no varió en el período de abril-junio por lo que la tasa interanual todavía se mantiene en territorio negativo, del -0,7%. Este comportamiento es consistente con el retraso que suele experimentar el empleo respecto a la recuperación de la actividad. Las horas trabajadas por empleado se incrementaron ligeramente, lo que sugiere que, de momento, ante la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la recuperación, para satisfacer el incremento de demanda las empresas han preferido hacer un uso más intensivo de la mano de obra existente, más que proceder a nuevas contrataciones. Por otro lado, el repunte sustancial de la productividad aparente del trabajo en el segundo trimestre, impulsado por el notable incremento del PIB junto con el retroceso interanual del empleo, derivó en un nuevo descenso de los costes laborales unitarios, ya que el crecimiento de la remuneración por asalariado se mantuvo moderado. Esta evolución y el avance del deflactor del PIB permitieron una expansión de los márgenes empresariales por segundo trimestre consecutivo (véase gráfico 8).

	2009				2010			
	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)								
PIB	-2,5	-0,1	0,4	0,2	0,3	1,0		
Consumo privado	-0,5	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,2		
Consumo público	0,7	0,6	0,5	-0,1	0,2	0,5		
Formación bruta de capital fijo	-5,2	-2,3	-1,1	-1,2	-0,3	1,5		
Importaciones	-7,5	-2,8	2,2	1,2	4,2	4,0		
Exportaciones	-8,0	-1,3	2,4	2,0	2,5	4,3		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna excluidas existencias</i>	-1,3	-0,4	-0,1	-0,1				
<i>Variación de existencias</i>	-1,0	-0,3	0,5	0,0				
<i>Demanda exterior neta</i>	-0,2	0,5	0,0	0,2				
PIB (tasa de variación interanual)	-5,2	-4,9	-4,0	-2,0	0,8	1,9		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-9,2	-1,7	2,7	1,2	2,3	2,4	1,0	
Sentimiento económico	71,5	75,6	84,1	91,9	96,6	99,3	102,2	
PMI compuesto	37,6	43,2	49,5	53,6	54,4	56,6	55,7	
Empleo	-0,9	-0,6	-0,5	-0,2	0,0	0,0		
Tasa de paro	8,8	9,4	9,7	9,9	9,9	10,0	10,0	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	0,6	-0,1	-0,3	0,9	1,4	1,4	1,8	
IPRI	-3,3	-6,6	-7,7	-2,9	0,9	3,1	3,6	
Precio del petróleo (valor en dólares)	46,8	68,8	67,7	74,4	78,8	75,0	78,4	
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,1	4,2	3,8	4,0	4,0	3,7	3,5	3,5
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	-1,31	-0,63	-0,47	-0,17	-0,08	-0,72	-1,01	-0,81
Tipo de cambio dólar/euro	1,331	1,413	1,464	1,441	1,348	1,227	1,365	1,386
Apreciación/depreciación del TCEN-21 (b)	-0,6	-0,9	0,2	-1,0	-4,5	-10,3	-6,3	-5,4
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (b)	-15,5	-2,0	17,2	21,0	-1,2	-13,2	-7,4	-4,1

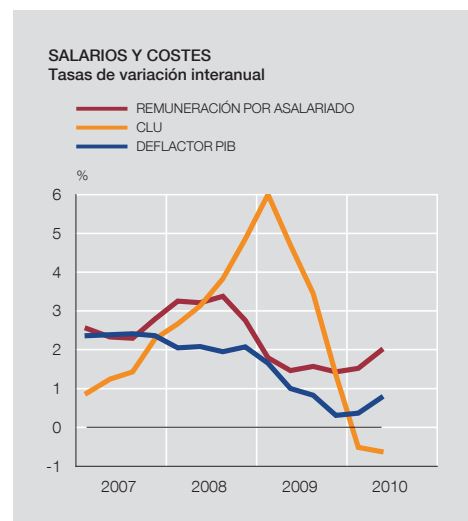
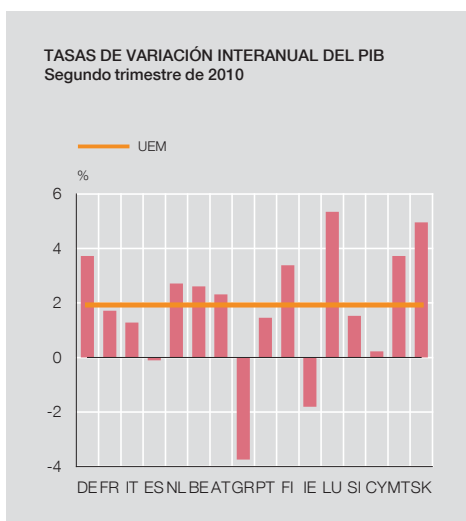
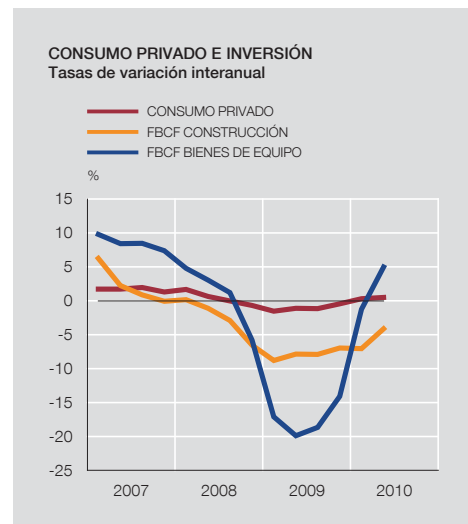
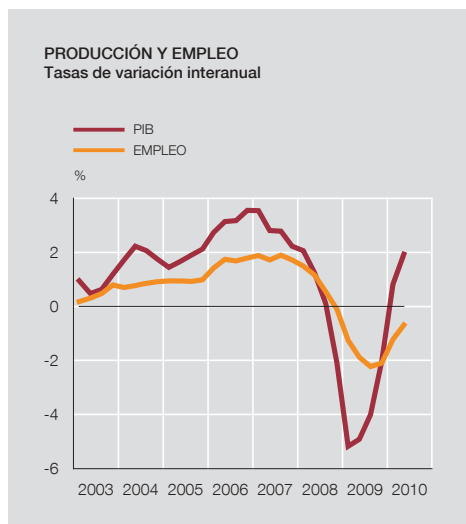
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Información disponible hasta el día 29 de octubre de 2010.

b. Variación porcentual acumulada en el año.

La información coyuntural más reciente sugiere, en general, una ralentización de la actividad en la segunda mitad del año (véase gráfico 9). Desde la vertiente de la oferta, en julio y agosto la producción industrial y la cartera de pedidos se desaceleraron y la producción del sector de la construcción se contrajo. Los indicadores de confianza del sector de la industria y de los servicios basados en las encuestas realizadas a los directores de compras se situaron en octubre por debajo de los niveles de junio, si bien los elaborados por la Comisión Europea mejoraron en ese mismo período. En el ámbito laboral, la tasa de paro permaneció inalterada en el 10% en el tercer trimestre y los indicadores cualitativos referidos a las expectativas de empleo continuaron recuperándose entre junio y octubre en todos los sectores, con la excepción de los servicios en las encuestas de los directores de compras, donde se registraron caídas.

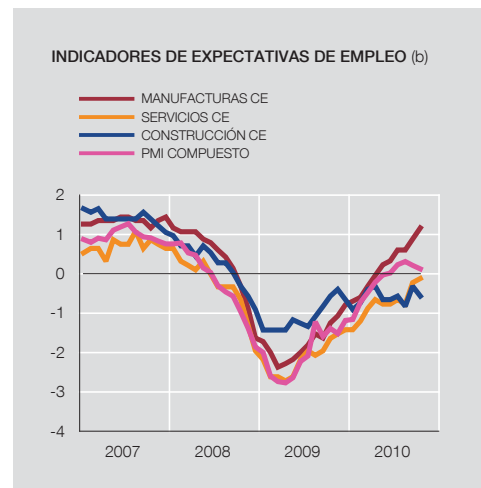
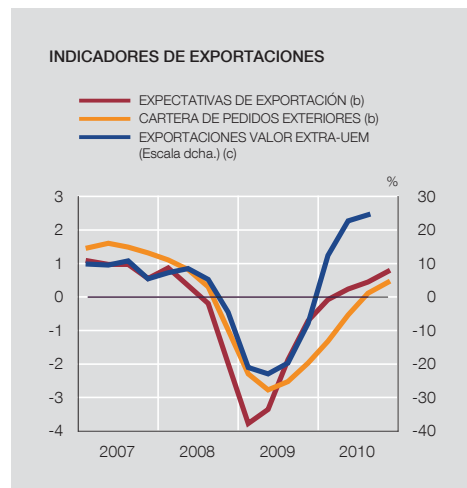
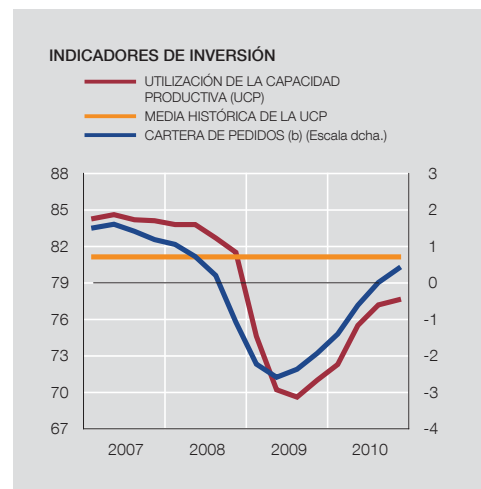
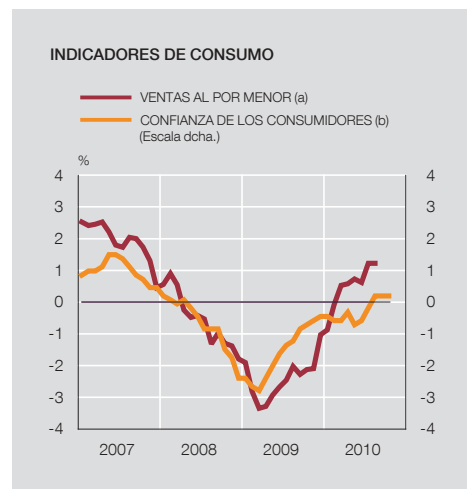
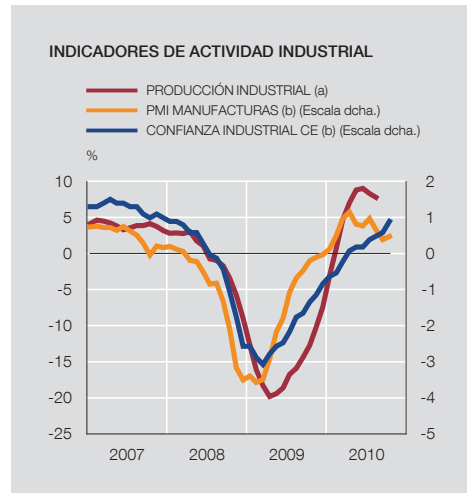
Los indicadores más recientes relacionados con la demanda también son consistentes con la desaceleración del producto en la segunda parte del año. Así, en el tercer trimestre, las ventas minoristas aumentaron solo levemente —con datos hasta agosto— y las matriculaciones de automóviles se redujeron, aunque a un ritmo considerablemente inferior al de los dos trimestres anteriores. Este indicador muestra una elevada heterogeneidad nacional, que refleja, en gran parte, las diferencias temporales en la implantación y retirada de las medidas de estímulo



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

de la compra de automóviles. Por otro lado, la confianza de los consumidores se mantuvo inalterada en octubre por tercer mes consecutivo. En relación con los indicadores sobre la inversión en bienes de equipo de la Comisión Europea, en la segunda mitad del año el grado de utilización de la capacidad productiva continuó mejorando —aunque su nivel permanece por debajo de su media de largo plazo— y la valoración de la cartera de pedidos de la industria aumentó. Según datos de balanza de pagos, las exportaciones perdieron dinamismo en julio y agosto frente al trimestre anterior, y las expectativas de exportación prosiguieron expandiéndose en la segunda mitad del año y la valoración de la cartera de pedidos exteriores continuó avanzando entre junio y octubre. Por último, la evolución del indicador de la valoración del nivel de existencias en la industria de la Comisión Europea indica que la contribución de este componente al crecimiento del PIB podría haberse mantenido en el tercer trimestre y haber aumentado levemente en el cuarto.

En definitiva, la información coyuntural más reciente confirma la desaceleración de la actividad en la segunda mitad del año, tras el repunte que se produjo en el segundo trimestre. Los factores que se hallarían tras esta moderación del crecimiento son la ralentización del empuje proveniente del entorno exterior, la desaparición de los elementos domésticos de naturaleza temporal que afectaron principalmente a la economía alemana y el debili-



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- b. Series normalizadas.
- c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

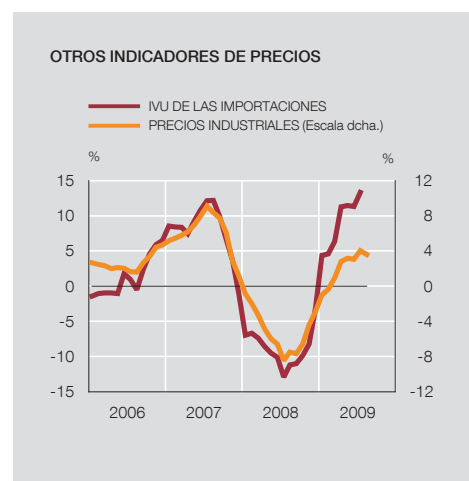
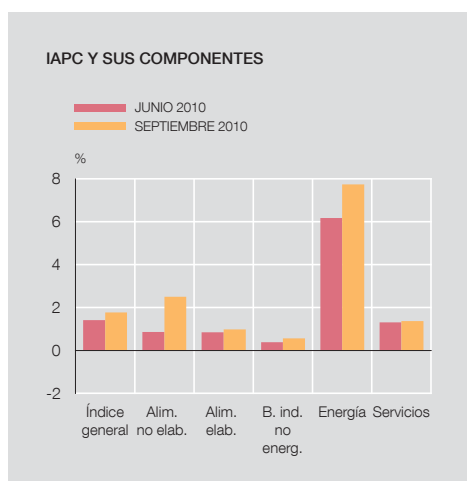
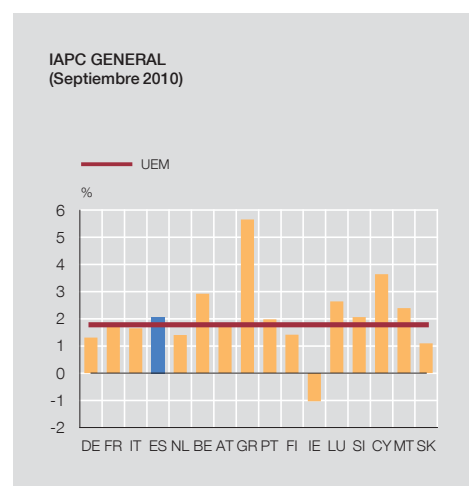
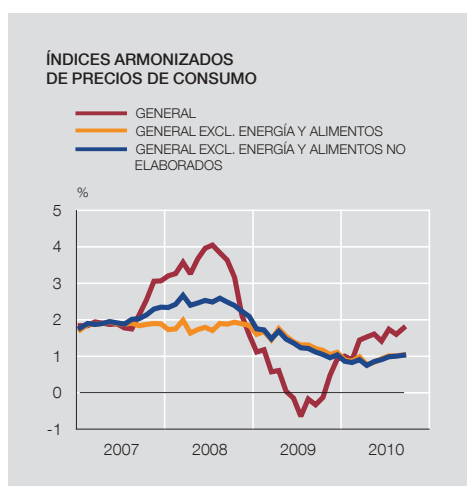
tamiento de los estímulos de la política económica. De esta forma, la demanda interna mantendría un perfil de recuperación lenta en la que el consumo privado continuaría lastreado por la débil situación del mercado de trabajo y las medidas de consolidación fiscal adoptadas en la mayor parte de los países, y la inversión, afectada por el endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos bancarios y la baja utilización de la capacidad productiva instalada, seguiría mostrando una cierta atonía. Más a medio plazo, las perspectivas continúan siendo de crecimiento modesto sustentado en la demanda mundial, en una política monetaria acomodaticia y en una mejora generalizada del funcionamiento de los mercados financieros impulsada por las medidas de política económica adoptadas.

En cualquier caso, este escenario está rodeado de una elevada incertidumbre con riesgos predominantemente a la baja. Así, las tensiones en los mercados de bonos soberanos, que parecían haberse calmado a comienzos del verano, resurgieron a finales de agosto con un repunte de los diferenciales de la deuda pública irlandesa y portuguesa, lo que refleja la fragilidad de la situación fiscal y financiera por la que atraviesa la zona del euro (véase recuadro 2). Por otro lado, el sector empresarial se encuentra inmerso en un proceso de reestructuración de sus balances que, de prolongarse en exceso, podría acabar debilitando la demanda interna a través de una contención de los planes de inversión y de los salarios. Además, a corto y medio plazo, para asegurar una recuperación sostenida de la actividad resulta vital que el empleo se recupere firmemente e impulse la demanda interna. Por último, la fuerte apreciación del tipo de cambio en los últimos meses podría impedir que la economía de la zona del euro aprovechara plenamente el empuje que la recuperación económica mundial podría tener sobre sus exportaciones.

La tasa interanual de inflación se situó en el 1,8% en septiembre, cuatro décimas por encima del registro de junio, impulsada fundamentalmente por la evolución de los precios de los alimentos no elaborados, mientras que el componente energético mantuvo tasas de avance muy elevadas por el importante efecto base que contiene. De este modo, la inflación subyacente medida por el IPSEBENE, que excluye los elementos más volátiles, se mantuvo relativamente estable, en el 1% (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales también registraron un mayor ritmo de crecimiento en los meses de verano, hasta situarse en el 3,8% en agosto, con un repunte especialmente significativo de los precios de la energía derivado también de un fuerte efecto base. En los próximos meses, tal y como contemplan distintos organismos internacionales, es previsible que encarecimientos adicionales de las materias primas o aumentos en los impuestos indirectos y los precios administrados se trasladen solo parcialmente a la inflación, debido a la todavía elevada holgura de la economía (véase cuadro 2). En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen moderadas.

De acuerdo con la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un déficit de 52 mm de euros (un 0,9% del PIB) entre enero y agosto de 2010, ligeramente por debajo de los 57 mm registrados en el mismo período del año anterior (un 1% del PIB). Esta mejoría del saldo total fue el resultado del mayor superávit de la sub-balanza de servicios y del menor déficit de la sub-balanza de rentas. Por otro lado, dentro de la cuenta financiera y en el mismo período, se produjo un mayor número de salidas netas de capitales en forma de inversión directa, de 89 mm, frente a los 55 mm de 2009, mientras que los flujos de inversión de cartera netos recibidos se aminoraron en 64 mm, hasta los 112 mm. De esta forma, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, pasó de superavitaria en el período de enero-agosto de 2009 a deficitaria en el mismo período de 2010, desde los 63 mm a los -30 mm de euros (véase gráfico 11).





FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

La información más reciente sobre ejecución presupuestaria y las estimaciones de algunos Gobiernos apuntan a que, en el conjunto de la zona del euro, los déficits públicos en 2010 permanecerán prácticamente estabilizados en niveles muy elevados similares a los del año anterior y en línea con lo previsto por la Comisión Europea la pasada primavera (véase cuadro 3). El impacto sobre el déficit de las medidas de consolidación que han introducido algunas economías en los meses recientes se ha visto compensado por el efecto de los estabilizadores automáticos y, en menor medida, por las medidas de estímulo fiscal que implementaron para 2010 países como Alemania o Francia. También se aprecia un leve repunte del pago de intereses.

A nivel desagregado, la ejecución de las finanzas públicas en Alemania avanza mejor de lo esperado a principios del año debido a la fortaleza de su recuperación económica y el Ministerio de Finanzas Públicas francés ha rebajado ligeramente la previsión del déficit de las Administraciones Públicas. En Grecia, Eurostat ha expresado una reserva sobre las cifras del año 2009 —que se publicarán a mediados de noviembre—, aunque, en todo caso, la última información disponible publicada por el Ministerio de Finanzas el 20 de septiembre apunta a una mejoría notable de las cuentas públicas en 2010, que ha venido acompañada de avances significativos en la implementación de reformas estructurales, entre las que destacan la reestructuración y racionalización del sector público y la reforma del sistema de pensiones.

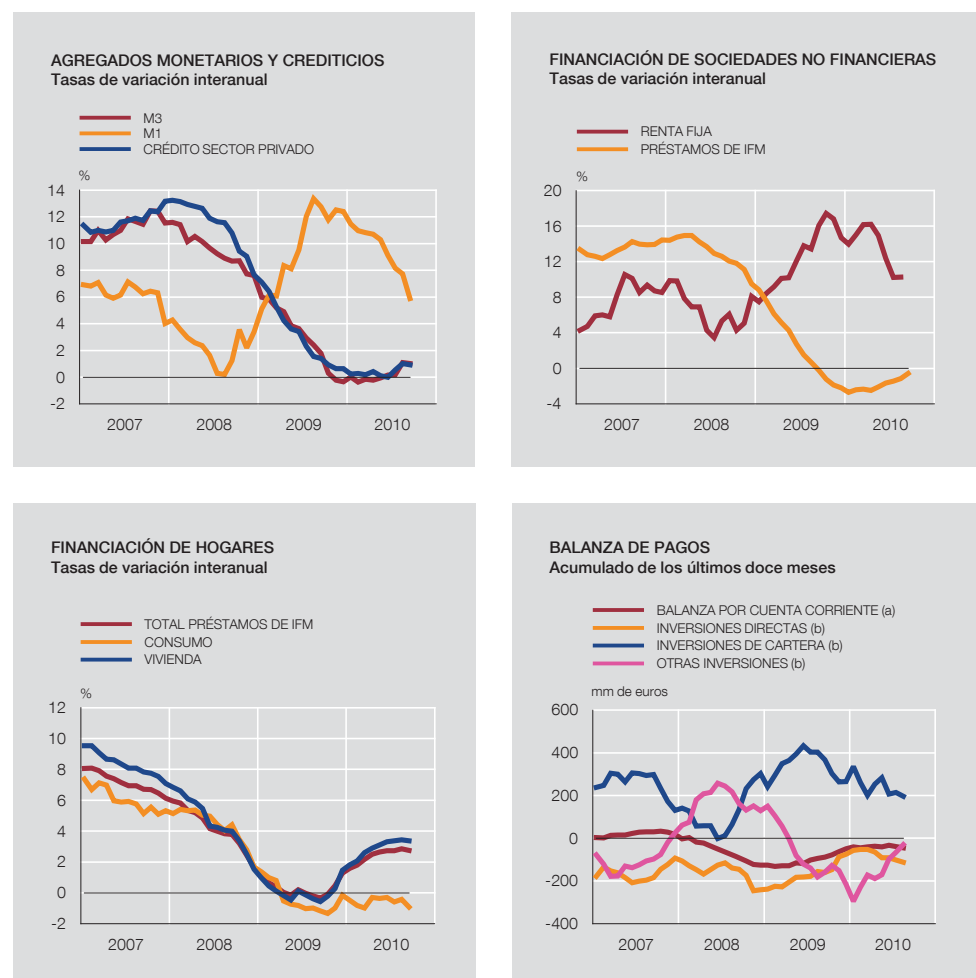
	2010		2011	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (septiembre 2010)	1,4-1,8	1,5-1,7	0,5-2,3	1,2-2,2
Comisión Europea (septiembre 2010)	1,7	1,4		
FMI (octubre 2010)	1,7	1,6	1,5	1,5
OCDE (mayo 2010)	1,2	1,4	1,8	1,0
Consensus Forecast (octubre 2010)	1,6	1,5	1,4	1,6
Eurobarómetro (octubre 2010)	1,6	1,5	1,4	1,4

FUENTES: Comisión Europea, Consensus Forecast, Eurosistema, FMI, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

### AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS Y BALANZA DE PAGOS

GRÁFICO 11



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.

	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2008	2009	2010		2011	
	PDE (b)	PDE (b) (e)	FMI (d)	CE (c)	FMI (d)	
Bélgica	-1,2	-6,0	-4,8	-4,8	-5,0	-5,1
Alemania	0,0	-3,0	-4,0	-4,5	-4,7	-3,7
Grecia	-7,7	-15,4	-9,3	-7,9	-9,9	-7,3
España	-4,1	-11,1	-9,3	-9,3	-8,8	-6,9
Francia	-3,3	-7,5	-7,7	-8,0	-7,4	-6,0
Irlanda	-7,3	-14,2	-32,0	-17,7	-12,1	-11,2
Italia	-2,7	-5,3	-5,0	-5,1	-5,0	-4,3
Luxemburgo	2,9	-0,7	-2,2	-3,8	-3,9	-3,1
Holanda	0,7	-5,4	-5,8	-5,9	-5,1	-5,1
Austria	-0,5	-3,5	-4,5	-4,8	-4,6	-4,1
Portugal	-2,9	-9,3	-7,3	-7,3	-7,9	-5,2
Finlandia	4,2	-2,5	-3,3	-3,4	-2,9	-1,8
Eslovenia	-1,7	-5,8	-5,6	-5,7	-5,2	-4,3
Chipre	0,9	-6,0	-5,9	-6,0	-7,7	-5,6
Malta	-4,5	-3,8	-3,9	-3,8	-3,6	-3,6
Eslovaquia	-2,3	-7,9	-7,8	-8,0	-5,4	-4,7
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Chipre, Eslovaquia y Malta)						
Saldo primario	1,0	-3,4			-2,9	
Saldo total	-2,0	-6,3	-6,6	-6,5	-6,1	-5,1
Deuda pública	69,4	74,2	79,5	84,1	88,5	87,0

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.

b. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de otoño de 2010.

c. Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2010.

d. Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2010.

e. En el caso de Grecia son las previsiones de la primavera de la Comisión Europea, ya que Eurostat ha expresado su reserva sobre el dato del PDE de otoño de 2010.

Por el contrario, en Irlanda se ha producido un deterioro notable de las cuentas públicas debido a la inclusión de las ayudas concedidas a varias entidades financieras, que situarían el déficit en torno al 32% del PIB en 2010. No obstante, según las estimaciones del Gobierno irlandés, si se excluyen estas ayudas, el déficit registrado en 2010 se aproximaría al objetivo del 11,6% del PIB establecido en el programa de estabilidad, dadas las distintas medidas de consolidación que ha adoptado el Gobierno desde diciembre de 2008. Para años venideros, el Gobierno ha reiterado su compromiso de cumplir los objetivos de déficit fijados en el programa de estabilidad y ha anunciado que a primeros de noviembre presentará sus planes presupuestarios para los próximos cuatro años, con medidas de cuantía próxima a los 15 mm de euros para llevar al déficit al 3% del PIB en 2014. En Portugal, los resultados en términos de ejecución presupuestaria apuntaban ciertas dificultades para alcanzar el objetivo del 7,3% en 2010. Por ello, el Gobierno portugués aprobó en Consejo de Ministros el 30 de septiembre un conjunto de medidas de consolidación fiscal adicionales a las contenidas en el plan presentado en mayo, que afectarán al presupuesto de 2011 y contribuirán a reforzar la ejecución presupuestaria en lo que queda de año.

En conjunto, la mejora del escenario macroeconómico y la implementación generalizada de medidas de consolidación han frenado el deterioro que venían registrando las finanzas públicas de la zona del euro, aunque todavía existe mucha incertidumbre en torno al impacto final

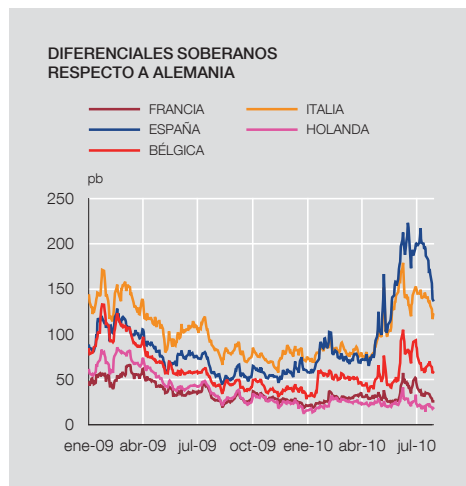
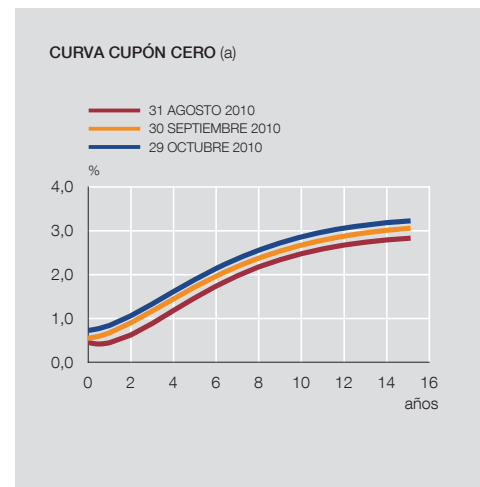
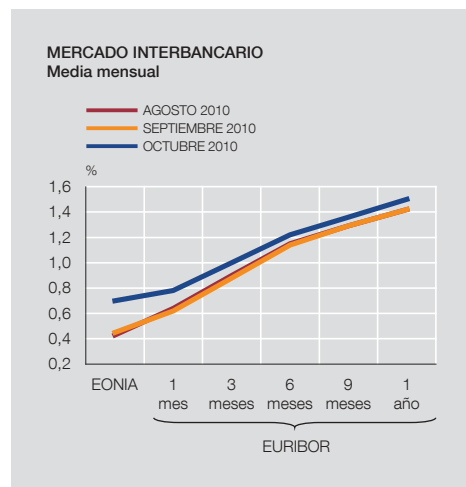
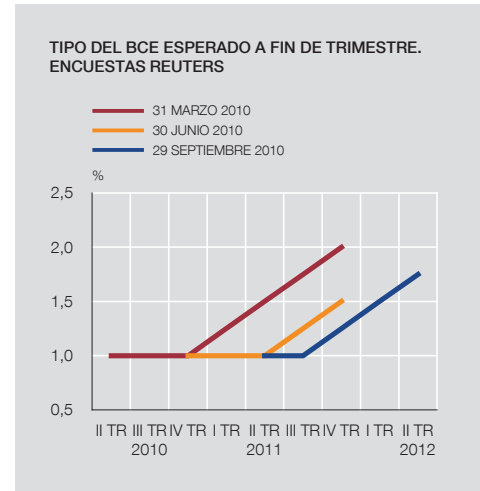
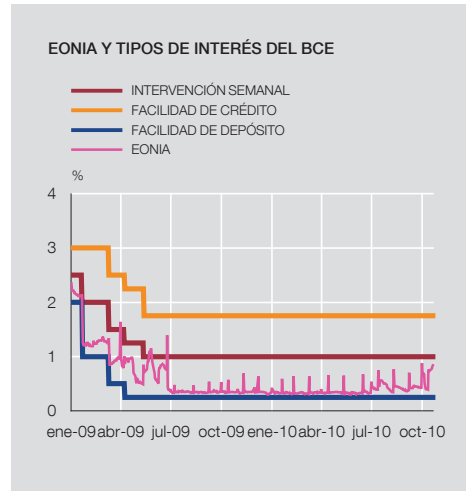
de los planes de ayuda al sector financiero. En este sentido, los presupuestos para el 2011, todavía en fase de elaboración, deberían avanzar en la introducción de medidas de consolidación bien especificadas y creíbles y con mayor énfasis en el recorte del gasto. Asimismo, es prioritaria la reforma de las pensiones, ya en marcha en numerosos países, y de la sanidad, dadas las presiones inminentes derivadas del envejecimiento de la población. A nivel de la UE, es necesario concluir de manera ambiciosa la reforma de los esquemas de supervisión fiscal y macroeconómica que ya se había iniciado en los meses anteriores (véase recuadro 3).

### **3.2 Evolución monetaria y financiera**

Después de una cierta estabilización de los mercados de deuda soberana del área gracias al despliegue de medidas de emergencia por parte de los Gobiernos e instituciones europeas, junto con el FMI, y a la publicación a finales de julio de los resultados de las pruebas de resistencia de los bancos de la UE, las tensiones volvieron a resurgir a finales del verano, aunque, esta vez, de forma más localizada, siendo las deudas irlandesa y portuguesa las más claramente afectadas. Los bonos del resto de países golpeados por la crisis soberana en la primavera de 2010 se mantuvieron relativamente alejados de estas turbulencias, como los de Italia y España, y, en el caso de Grecia, por el estricto cumplimiento de su programa económico. A diferencia de lo acontecido en la crisis de la deuda soberana de mayo, la inestabilidad no tuvo grandes repercusiones sobre el resto de los mercados financieros del área ni sobre el acceso de los bancos a la financiación —salvo en Portugal e Irlanda—, lo que también se tradujo en un menor recurso a la liquidez del Eurosistema. De hecho, las condiciones financieras experimentaron cierta mejoría desde finales de julio, ya que las primas de riesgo de crédito del sector privado tendieron a contraerse, las cotizaciones bursátiles se revalorizaron y el crédito bancario dio muestras de cierta mejoría a pesar de la debilidad de la demanda y el mantenimiento de unas condiciones de concesión de crédito que se mantienen restrictivas.

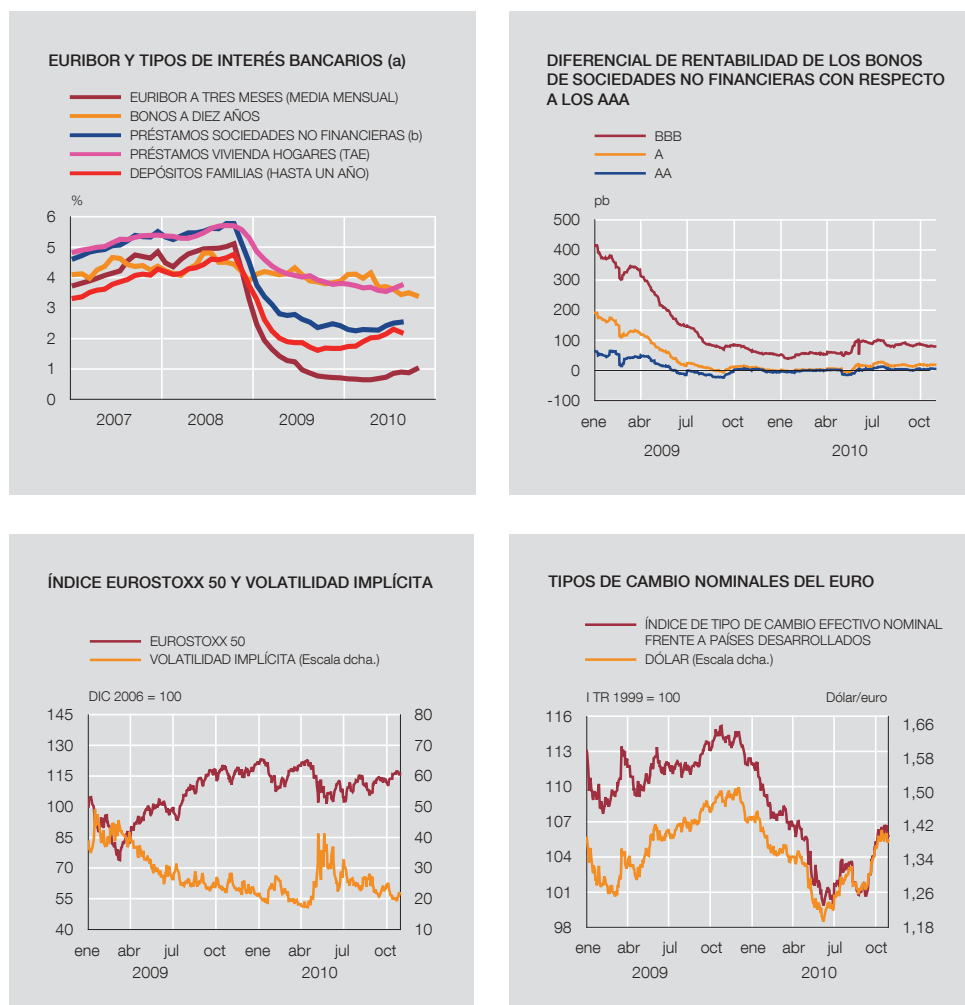
En el actual contexto de frágil recuperación económica, en el que las tensiones inflacionistas permanecieron contenidas y las expectativas de inflación a medio plazo se mantuvieron en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios, el tono de la política monetaria continuó siendo acomodaticio. Así, el Consejo de Gobierno del BCE decidió dejar inalterados los tipos de interés oficiales en niveles históricamente reducidos en sus reuniones de septiembre, octubre y noviembre, en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 1,75% y 0,25%, respectivamente, para las facilidades de crédito y de depósito (véase gráfico 12). Al mismo tiempo, el BCE mantuvo las medidas no convencionales de apoyo al crédito que venían funcionando hasta el momento. Entre ellas, el BCE prosiguió otorgando liquidez mediante las subastas con adjudicación plena y a tipo fijo. En su reunión de septiembre, anunció que mantendrá esta modalidad de subasta al menos hasta finales de 2010, aunque, en el caso de los préstamos a tres meses, el tipo se ajustará en función del tipo medio de las operaciones principales. Por otra parte, el Programa para el Mercado de Valores (compras esterilizadas de deuda en los mercados secundarios) continuó operativo. Las adquisiciones de valores del BCE, que habían llegado a ser nulas en las semanas centrales de agosto, volvieron a reanudarse con las tensiones renovadas en algunos mercados de deuda pública, aunque por cantidades muy reducidas, que elevan el total de los títulos adquiridos a un valor algo superior a los 63 mm de euros. En las tres semanas inmediatamente anteriores a la fecha de cierre de este artículo, las compras volvieron a ser nulas.

En el último trimestre, también se registraron avances en el diseño y la puesta en marcha de los mecanismos de supervisión y asistencia financiera a nivel europeo planteados con anterioridad. Así, el 22 de septiembre, el Parlamento Europeo aprobó la reforma del marco europeo de supervisión del sistema financiero, que pone particular énfasis en los aspectos macroprudenciales para detectar con antelación posibles prácticas que puedan suponer grandes ries-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Correspondientes a nuevas operaciones.

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

gos para el sector financiero y desembocar en una nueva crisis. El acuerdo prevé la creación a partir de enero de 2011 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y de tres Autoridades Supervisoras Europeas que velarán por el buen funcionamiento de los sectores bancarios, de seguros y pensiones y de valores. Por otra parte, la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), que había sido aprobada en mayo por el Consejo ECOFIN, se encuentra operativa desde principios de agosto, cuando los compromisos de garantías aprobados por los Estados miembros representaron más del 90% del importe total. La FEEF, además, ha recibido la calificación máxima AAA por parte de las tres principales agencias (Standard & Pooors, Moody's y Fitch), si bien exigen para ello que se cumplan ciertas condiciones relacionadas con las garantías ofrecidas. En el contexto internacional, el acuerdo de Basilea III sobre nuevos requerimientos de capital a las entidades financieras también supuso un nuevo paso en la reforma del sistema financiero internacional.

Los tipos de interés del mercado interbancario se mantuvieron en general estables entre julio y septiembre (véase gráfico 13). Sin embargo, a partir de octubre, los tipos se elevaron, especialmente en los plazos más cortos, en parte debido a la progresiva normalización del mercado interbancario y a la retirada gradual de exceso de liquidez con el vencimiento de los préstamos a más largo plazo del Eurosistema. Así, a fecha de cierre de este Boletín, el EONIA se

situó en el 0,7%, y los EURIBOR a tres meses y a un año en el 1,1% y el 1,5%, respectivamente. Como se explica en mayor detalle en el recuadro 2, los mercados de deuda pública volvieron a experimentar tensiones a finales del verano, en particular, en Irlanda y Portugal, donde los bonos soberanos elevaron su diferencial de rentabilidad frente al Bund alemán a diez años hasta sobrepasar los 460 pb y 410 pb a finales de septiembre, respectivamente (véase gráfico 12). Las medidas anunciadas por los Gobiernos de ambos países corrigieron solo parcialmente y de manera transitoria este deterioro. En Grecia, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo permaneció en cotas muy elevadas —llegando a superar los 900 pb frente a la alemana—, si bien, desde finales de septiembre, experimentó una reducción sustancial gracias a la valoración positiva que el FMI realizó sobre la marcha de las medidas de consolidación presupuestaria y de las reformas estructurales. En Italia y España, en contraposición, el diferencial soberano frente a Alemania se mantuvo relativamente estable desde julio. Finalmente, el tipo de la deuda en Estados Unidos se contrajo en mayor medida que el tipo equivalente en Alemania desde julio —en unos 30 pb, frente a los 10 pb de Alemania—, lo que derivó en una reducción del diferencial positivo entre ambos.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo no experimentaron cambios significativos desde julio. En relación con el crédito, el coste de los préstamos bancarios concedidos al sector privado aumentó en los meses de julio y agosto, especialmente los otorgados a hogares para otros fines distintos de compra de vivienda o consumo. Además, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y sociedades no se relajaron en el tercer trimestre, ni las entidades esperan hacerlo en lo que resta del año, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Por su parte, la demanda de préstamos solo experimentó una ligera mejora, aunque mantiene una gran debilidad. En este contexto, los préstamos bancarios a las sociedades no financieras registraron en el tercer trimestre tasas interanuales negativas aunque el ritmo de contracción es inferior al de la primera mitad del año, en torno al 1% en septiembre. Los préstamos a hogares, por su parte, continuaron con la suave mejoría, con un crecimiento interanual cercano al 3% en septiembre, gracias a los incrementos de los fondos concedidos para la compra de vivienda y a otros fines, mientras que los destinados a consumo prosiguieron contrayéndose.

Los mercados bursátiles experimentaron una mejoría desde julio, particularmente tras la publicación de las pruebas de resistencia de los bancos y el relajamiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana. Aunque los índices de bolsa registraron caídas puntuales en agosto, el índice EUROSTOXX 50 acumula una ganancia desde finales de julio de alrededor del 3,8%. El tipo de cambio del euro, por su parte, tras depreciarse a lo largo de agosto, registró una progresiva apreciación a partir de septiembre, a medida que la confianza en los mercados financieros se recuperaba y la Reserva Federal daba muestras de un posible relajamiento adicional de su política monetaria (véase gráfico 13). De esta forma, la divisa común acumula desde julio una revalorización del 2,6% en términos efectivos nominales y del 6,4% frente al dólar. Por último, el agregado monetario M3, que hasta julio había continuado mostrando atonía, repuntó en el tercer trimestre de manera notable, alcanzando, no obstante, tasas de crecimiento moderadas del 1% interanual en septiembre.

## 4 La economía española

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el segundo trimestre de 2010 prosiguió la lenta recuperación de la actividad económica, al registrar el PIB real un aumento intertrimestral del 0,2% (frente al 0,1% de los tres primeros meses del año). La demanda nacional se incrementó un 0,7%, apoyada en el dinamismo del consumo privado y de la inversión en bienes de equipo, y eso se tradujo, en parte, en un mayor empuje de las importaciones, que determinó una contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento. En términos interanuales, el producto moderó apreciablemente su ritmo de contracción, presentando un descenso del 0,1%, frente al -1,3% del primer trimestre. Este menor retroceso interanual de la actividad se trasladó a la evolución del empleo, con lo que la productividad siguió mostrando un elevado ritmo de crecimiento.

De acuerdo con la información disponible, el proceso de recuperación de la actividad se detuvo en el tercer trimestre al estimarse una variación intertrimestral nula del PIB, en un entorno caracterizado por factores de signo opuesto: de un lado, la progresiva recuperación de la economía mundial impulsó la actividad, mientras que, de otro, la reversión de algunos de los efectos en los que se apoyó transitoriamente el crecimiento de la demanda durante la primera mitad del año (ligados a la subida de tipos del IVA y a los incentivos para la adquisición de vehículos) y la entrada en vigor de las medidas de consolidación fiscal afectaron negativamente al gasto. Así, al contrario de lo sucedido en el segundo trimestre, la demanda nacional habría disminuido, con un retroceso intertrimestral del 1,5%, mientras que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento habría sido similar y de signo contrario (véase gráfico 14). En términos interanuales, se estima que el PIB pasó a crecer un 0,2% en el tercer trimestre, tres décimas más que el trimestre anterior, tras siete trimestres consecutivos de bajadas.

Por el lado de la oferta, los indicadores más recientes también apuntan al estancamiento de la actividad en el tercer trimestre, con un retroceso intertrimestral del empleo ligeramente mayor que en el segundo trimestre. En términos interanuales, el descenso del empleo se moderó más que el PIB, hasta una tasa del -1,7%, lo que se reflejó en una desaceleración de la productividad aparente del trabajo, que se situó en un nivel algo inferior al 2%. Por su parte, la remuneración por asalariado volvió a ralentizarse, debido, sobre todo, al efecto del recorte en los salarios públicos, lo que, dada la evolución de la productividad, permitió que los costes laborales unitarios siguieran reduciéndose. Finalmente, la tasa de variación interanual del IPC repuntó en el tercer trimestre, hasta el 2,1% en septiembre, como consecuencia principalmente del aumento en julio de los tipos del IVA, aunque el grado de traslación estimado de ese impuesto sobre los precios no superó el 50%.

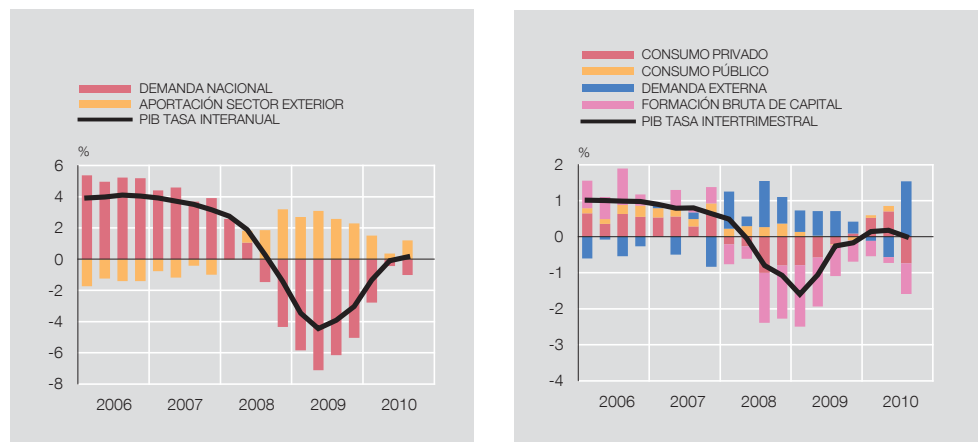
### 4.1 Demanda

En el tercer trimestre de 2010, el consumo privado experimentó un retroceso intertrimestral bastante intenso, después de tres trimestres de crecimientos positivos, con una moderación de 1 pp en su ritmo de crecimiento interanual (véase gráfico 15). Como se comentó anteriormente, esta evolución del consumo habría que ponerla en relación con el dinamismo observado en la primera mitad del año, de modo que, si se considerara conjuntamente el período transcurrido de 2010, el consumo de las familias mostraría un aumento gradual desde finales del pasado ejercicio. Las adquisiciones de automóviles y del resto de bienes duraderos, que representan la categoría más afectada por la finalización de las ayudas a la compra de vehículos y por el posible adelanto de gasto ante la subida del IVA, presentaron tasas interanuales negativas en el tercer trimestre, con caídas en torno al 25% en el caso de los automóviles. También las ventas al por menor y las de grandes empresas que proporciona la Agencia Tri-



**PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA. APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB (a)**

GRÁFICO 14

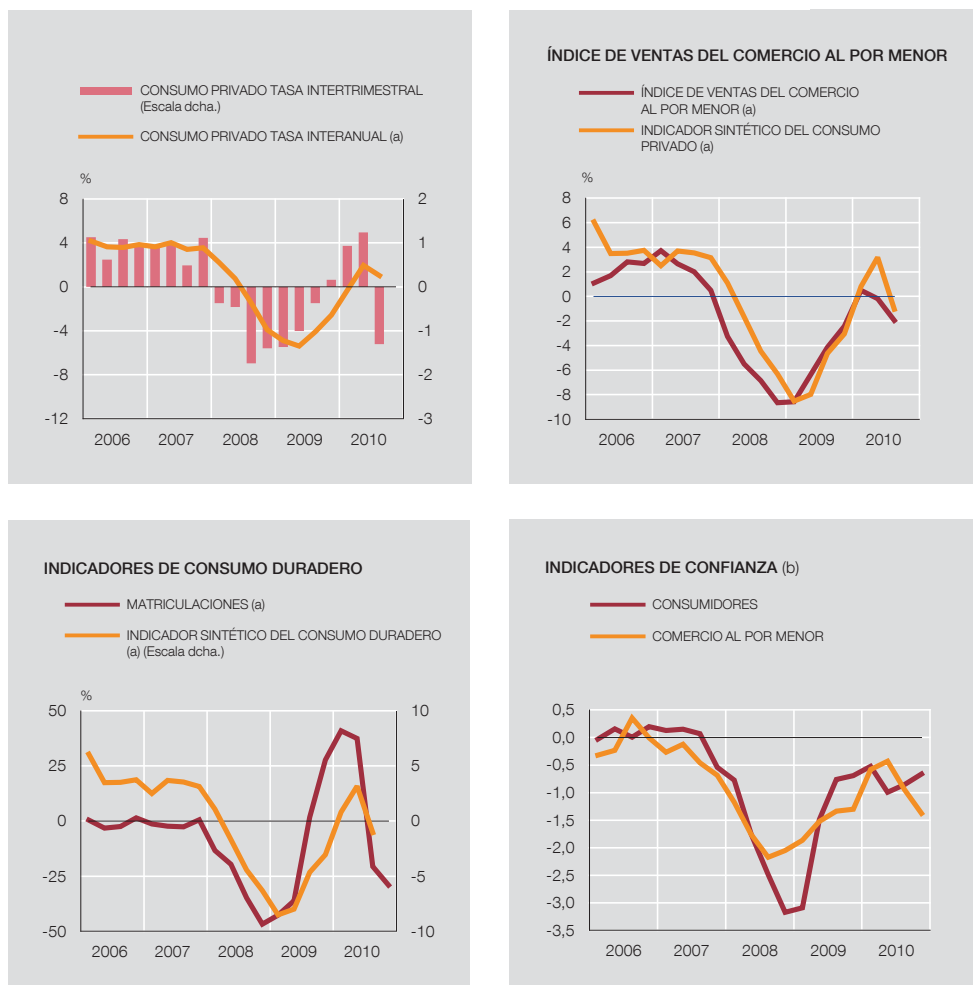


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

**CONSUMO PRIVADO**

GRÁFICO 15



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).

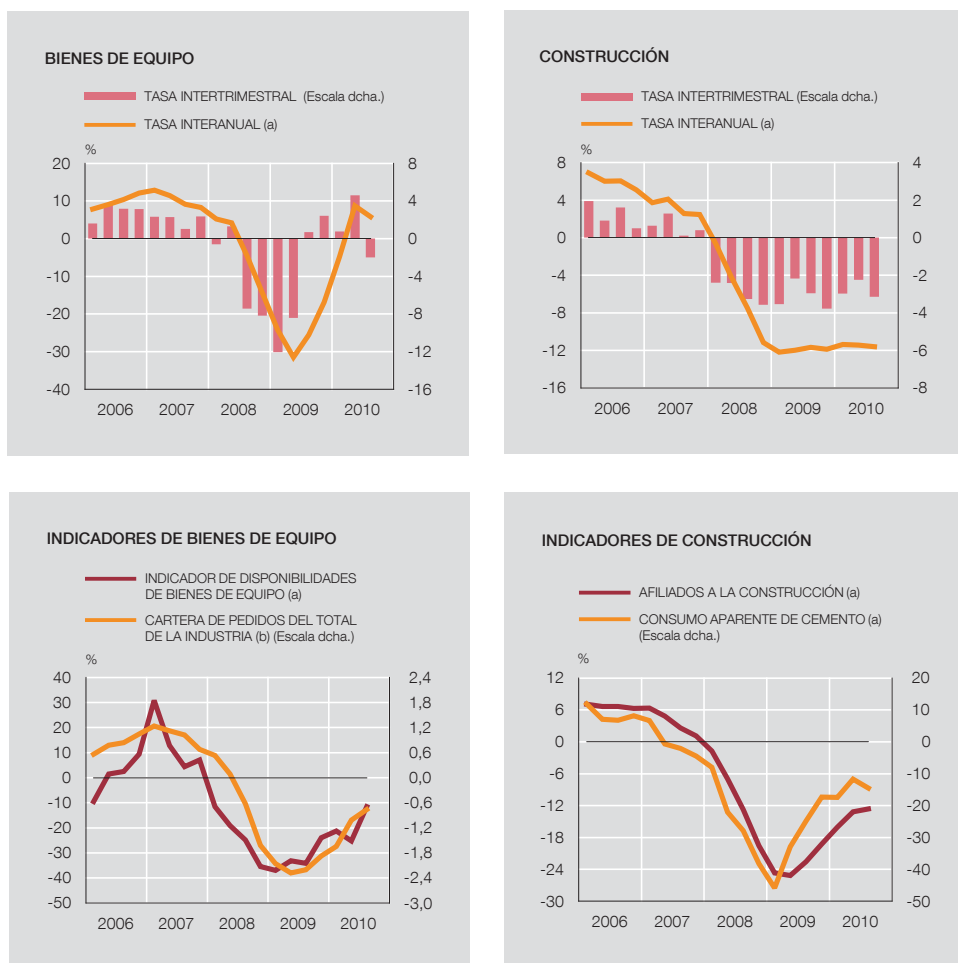
butaria mostraron descensos interanuales significativos. En línea con estos indicadores, la confianza del comercio minorista retrocedió en media del trimestre, mientras que la confianza de los consumidores, que no debería verse afectada por estos cambios transitorios en el patrón del gasto, mejoró ligeramente.

De acuerdo con la información disponible de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la renta disponible en términos nominales de las familias mostró una contracción del 0,4% en el período de cuatro trimestres que acaba en el segundo de 2010, como resultado de una caída de las rentas del trabajo y de la menor aportación que representaron las prestaciones de las AAPP netas de impuestos. El descenso de la renta disponible y el dinamismo del consumo en el segundo trimestre condujeron a una disminución de la tasa de ahorro hasta el 16,2%, 1,5 pp inferior a la del trimestre precedente. Más allá de los desplazamientos de las decisiones de consumo que han podido tener lugar entre la primera mitad del año y el tercer trimestre, se estima que, en el futuro más inmediato, continuará la suave recuperación del gasto de las familias, apoyada en el margen que proporciona la todavía elevada tasa de ahorro, pero afectada aún por la evolución incierta del mercado laboral y de las rentas, la tendencia descendente del precio de la vivienda, el mantenimiento de unas condiciones relativamente restrictivas en la concesión de créditos y los efectos negativos sobre la renta disponible derivados de la mayor restricción presupuestaria.

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

De acuerdo con los indicadores disponibles, la inversión en bienes de equipo disminuyó en el tercer trimestre de 2010 en términos de su tasa intertrimestral, tras cuatro trimestres presentando ritmos de avance positivos. En términos interanuales, el crecimiento siguió siendo positivo, aunque inferior al del trimestre anterior (véase gráfico 16). Entre la información coyuntural existente, las matriculaciones de vehículos de carga —que también se habían visto impulsadas por los incentivos públicos a la compra de vehículos— mostraron una fuerte contracción en el tercer trimestre. Asimismo, tanto las ventas de bienes de equipo de las grandes empresas como la producción industrial de estos bienes intensificaron su ritmo de caída interanual en el tercer trimestre del año. Solo las importaciones de bienes de capital mantuvieron un cierto dinamismo en los meses de verano. Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los empresarios de las ramas productoras de bienes de equipo aumentó en el tercer trimestre del año, aunque las expectativas de producción se redujeron. La utilización de la capacidad productiva siguió elevándose, pero continúa estando lejos de su media histórica, lo que sugiere que existe margen para hacer frente a procesos de expansión de la actividad sin necesidad de acudir inmediatamente a la ampliación del capital instalado.

El mantenimiento de la incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación, junto con la prolongación de un entorno restrictivo de acceso al crédito bancario, podría estar entorpeciendo la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión por parte de las sociedades no financieras. De hecho, según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, las sociedades no financieras mostraron hasta el segundo trimestre (con datos acumulados de cuatro trimestres) una reducción de la inversión y un aumento del ahorro, lo que les permitió recortar su necesidad de financiación. Por tanto, las empresas parecen estar recomponiendo su situación patrimonial, disminuyendo su endeudamiento y tratando de mejorar sus perspectivas de rentabilidad.

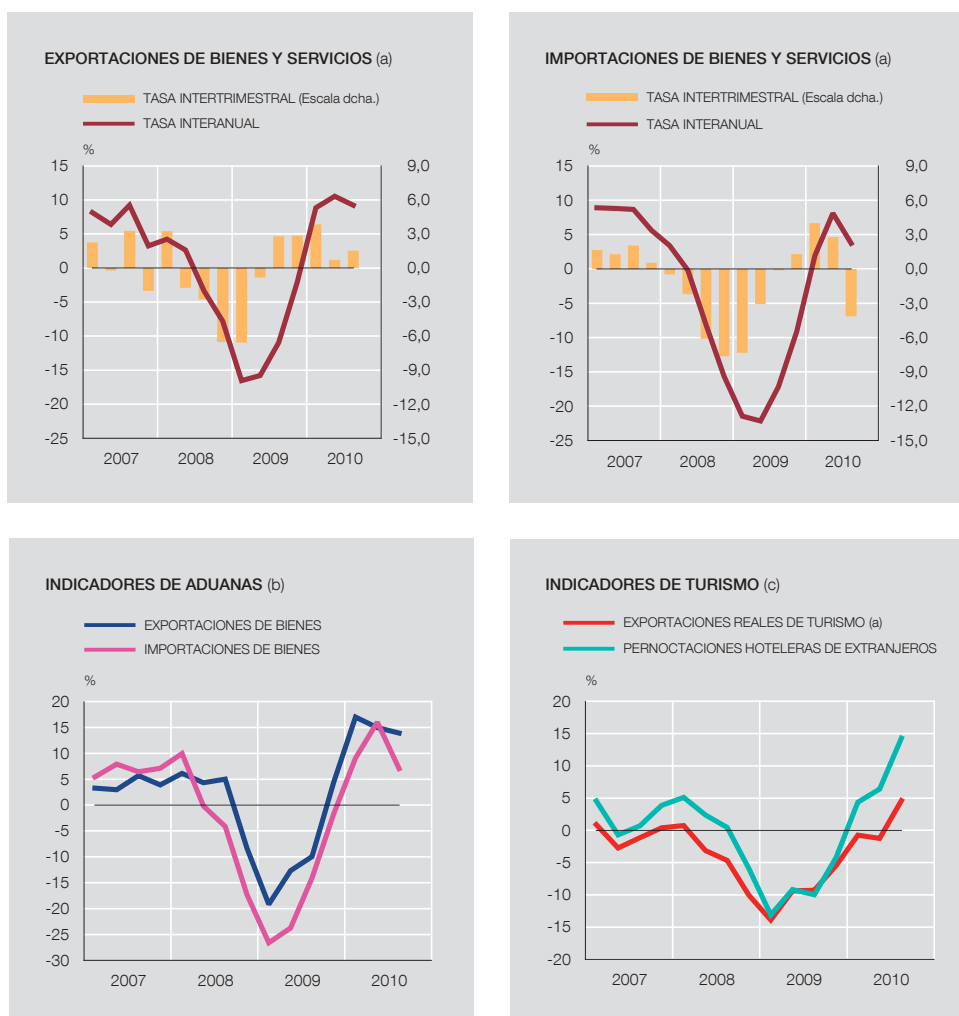


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Eurostat, OFICEMEN y Banco de España.

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

También se estima que la inversión en construcciones se contrajo en el tercer trimestre de 2010, prolongándose así el proceso de ajuste que se viene observando desde comienzos de 2008. Los indicadores del conjunto del sector relativos a los consumos intermedios (como el consumo aparente de cemento y el índice de producción industrial de materiales de construcción) mostraron una acentuación de las tendencias contractivas interanuales, al tiempo que los relativos al empleo (como los afiliados) presentaron caídas interanuales ligeramente más moderadas que las del trimestre anterior. Adicionalmente, los indicadores de opiniones de los empresarios del sector de la construcción reflejaron un empeoramiento durante los meses de verano en la percepción de estos agentes sobre la evolución y perspectivas del sector.

Respecto a los distintos tipos de obra, la inversión en edificación residencial habría continuado disminuyendo, si bien el descenso en el flujo de viviendas terminadas va acercando esta magnitud al de las iniciaciones, lo que señala que en los próximos trimestres las caídas de la inversión en vivienda irán haciéndose cada vez menos pronunciadas. Por el lado de la demanda de activos residenciales, durante los últimos meses se ha apreciado una notable recuperación en las cifras de compraventas, que podría estar relacionada con la mejora de los indicadores de accesibilidad, así como con el impulso transitorio derivado de algunos factores



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

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

relacionados con la fiscalidad, como la subida en julio del IVA y del impuesto de transmisiones patrimoniales en algunas Comunidades Autónomas, y la eliminación parcial de las deducciones fiscales por adquisición de vivienda en enero del año que viene. Por su parte, los visados de edificación no residencial mostraron en el tercer trimestre una significativa moderación en su ritmo de contracción. Finalmente, se prevé una evolución desfavorable de la inversión en obra pública como consecuencia de los compromisos de consolidación presupuestaria que van a afectar tanto a la Administración Central como a las Administraciones Territoriales.

Por lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la última información disponible apunta a que en el tercer trimestre de 2010 la aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB aumentó sensiblemente, hasta situarse en torno a 1,5 pp, frente a los -0,6 pp registrados el trimestre anterior, como resultado del repunte de las exportaciones y del descenso de las importaciones (véase gráfico 17). La moderación de las compras exteriores, tras los aumentos observados en los trimestres anteriores, está en consonancia con la pérdida de vigor de la demanda nacional antes descrita. En cambio, las exportaciones

conservaron una notable fortaleza en este trimestre, en un contexto internacional caracterizado por el avance sostenido de las economías emergentes y la consolidación de la recuperación en el área del euro. En la media del trimestre, los indicadores de competitividad-precio frente a los países desarrollados mejoraron, aunque en el mes de septiembre y los primeros días de octubre el euro ha venido describiendo una senda de apreciación frente a las principales divisas.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 13,5% en el promedio de julio y agosto, en tasa interanual, ligeramente por debajo del avance del 14,9% del segundo trimestre. Los productos que más contribuyeron al dinamismo de las exportaciones en el tercer trimestre fueron los bienes intermedios y el equipo. Las exportaciones de bienes de consumo duradero disminuyeron un 5,3% interanual en la media de julio y agosto, frente a las tasas positivas observadas en la primera mitad del año, lo que en parte es debido a la finalización de los planes de ayudas directas a la compra de vehículos que se implementaron en algunos de los principales países europeos. Las exportaciones destinadas fuera de la zona del euro se mostraron algo más dinámicas, en especial las dirigidas a China y otras economías emergentes.

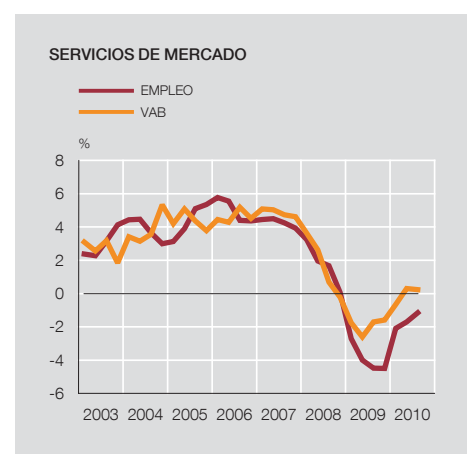
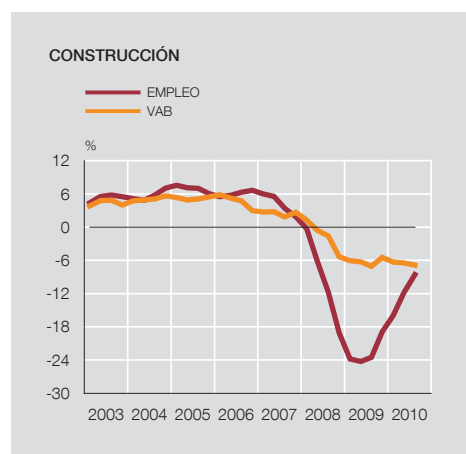
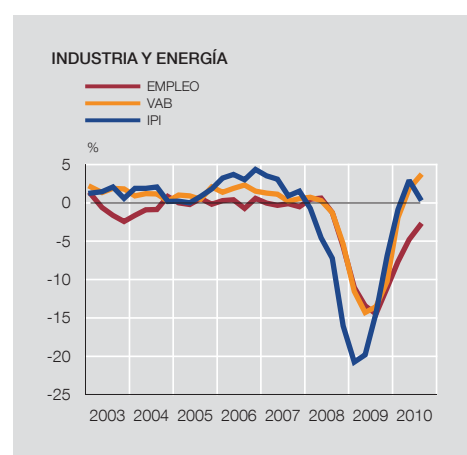
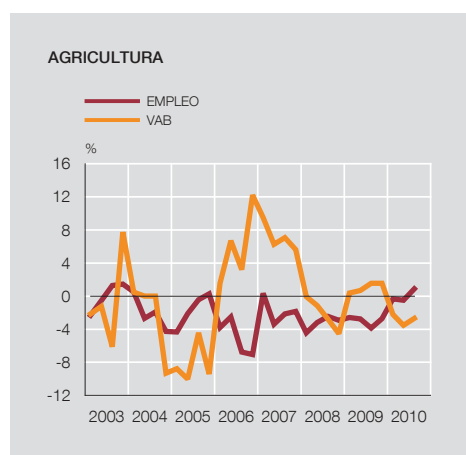
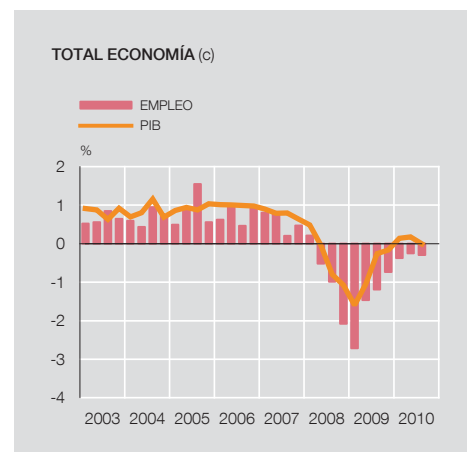
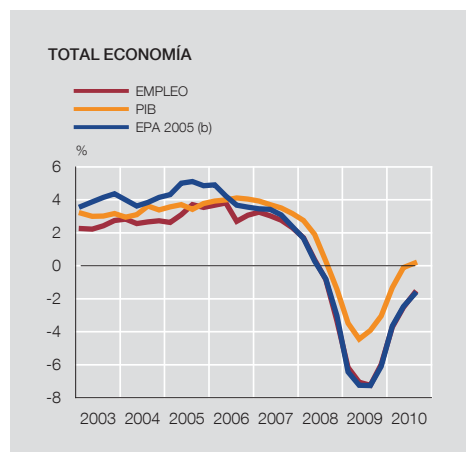
En cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información de los meses de verano apunta a una evolución favorable de esta rúbrica en el tercer trimestre, tras el tono ligeramente negativo del segundo —influido por la crisis de las cenizas volcánicas—. En particular, en el tercer trimestre, las pernoctaciones hoteleras efectuadas por viajeros extranjeros aumentaron un 13,6% interanual (4,3% en el segundo trimestre), al tiempo que las entradas de turistas extranjeros se incrementaron un 4,2%, en contraste con el descenso del 3,1% del segundo trimestre, destacando la recuperación hasta tasas ligeramente positivas que experimentaron nuestros principales mercados emisores (Reino Unido y Alemania). Asimismo, el gasto nominal de los visitantes extranjeros, de acuerdo con EGATUR, alcanzó un crecimiento interanual del 4,3% en el tercer trimestre, frente a la caída del 1,2% del trimestre previo.

En la vertiente importadora, la información de julio y agosto sugiere que las compras reales de bienes al exterior se frenaron en el tercer trimestre de 2010. De acuerdo con Aduanas, las importaciones reales de bienes crecieron un 8,7% en el promedio de julio y agosto, por debajo del 16,6% del segundo trimestre. Por grupos de productos, en este período destacó el vigor de las importaciones de bienes intermedios y de equipo, como ocurría en el caso de las exportaciones. Las compras de bienes de consumo duradero, tras aumentar un 37% interanual en el segundo trimestre, descendieron un 15% en la media de julio y agosto, señal de la fuerte caída en la demanda de estos bienes por parte de los hogares. Por último, las importaciones reales de servicios apuntan a una ralentización en el tercer trimestre de 2010, como consecuencia de los menores pagos por turismo y del debilitamiento de las compras de servicios no turísticos.

#### **4.2 Producción y empleo**

Durante el tercer trimestre del año, el valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado se contrajo ligeramente en términos intertrimestrales, debido al descenso de la actividad de construcción y a la ralentización estimada en los servicios de mercado, mientras que la rama de industria y energía podría haber experimentado un dinamismo similar al del segundo trimestre (véase gráfico 18).

Por lo que respecta a la industria, el índice de producción industrial (IPI) prolongó durante los meses de julio y agosto la senda de lenta recuperación iniciada en el segundo trimestre. Los indicadores de empleo mostraron una caída similar a la del segundo trimestre en términos



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

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

intertrimestrales, mientras que los indicadores de opinión del sector mejoraron muy ligeramente en la media del tercer trimestre en el caso de la encuesta de la Comisión Europea, pero retrocedieron, especialmente en septiembre, en el de los PMI. En la construcción se estima que el valor añadido se contrajo con más intensidad en el tercer trimestre, como consecuencia de la debilidad de la inversión residencial y del impacto de los planes de austeridad presupuestaria sobre las infraestructuras. Finalmente, los servicios de mercado apenas habrían aumentado su valor añadido en el tercer trimestre en términos intertrimestrales, lo que se debe, en parte, al menor dinamismo de las actividades de comercio, que pesan sustancialmente en esta rama y que se vieron negativamente afectadas por la atonía del consumo privado antes comentada. Entre los indicadores disponibles para este sector, las cifras de afiliados medios del sector mostraron una pérdida de dinamismo en términos intertrimestrales. Por su parte, tanto el índice de actividad del sector de servicios como las ventas de servicios de las grandes empresas presentaron una evolución interanual más desfavorable que en el segundo trimestre. Por otro lado, los indicadores de opinión para el conjunto del trimestre pusieron de manifiesto la debilidad del sector: el PMI de servicios volvió a situarse por debajo del nivel 50 de referencia, tras el repunte registrado el trimestre previo, mientras que la encuesta de opinión de la Comisión Europea continuó mostrando un deterioro de la confianza en la media del tercer trimestre.

En el mercado de trabajo, los distintos indicadores coyunturales disponibles apuntan a una moderación en el ritmo interanual de caída del empleo en el tercer trimestre del año. Así, el número medio de afiliados a la Seguridad Social se redujo un 1,6% en tasa interanual, lo que representa una ralentización de 0,3 pp con respecto al descenso observado un trimestre antes. No obstante, en términos intertrimestrales, la disminución del número de afiliados se intensificó, hasta el 0,4%. Por su parte, la contratación registrada en el INEM se moderó en términos interanuales en el tercer trimestre (2,6%, frente al 4,2% del período anterior), siendo esta desaceleración similar entre contratos indefinidos y temporales.

Por su parte, la EPA del tercer trimestre muestra una caída interanual del empleo del 1,7%, inferior en 0,8 pp a la del trimestre anterior. El menor descenso interanual del empleo afectó a todas las ramas de la economía de mercado, especialmente a la agricultura, donde la tasa interanual incluso pasó a ser positiva. La ralentización en el ritmo de caída del empleo afectó exclusivamente al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 1,2%, frente al 2,4% del trimestre pasado, mientras que los no asalariados aceleraron su descenso, que pasó a ser del 4%, frente al 3% precedente. Por su nacionalidad, la intensidad de destrucción de puestos de trabajo se ralentizó en mayor medida entre los trabajadores extranjeros, con una caída del empleo del 2,1%, si bien este descenso continúa siendo mayor que los observados entre los trabajadores españoles (-1,7%). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales volvieron a moderar su ritmo de caída interanual (-2,4%), aunque mantienen un ajuste superior al observado entre el colectivo con empleo indefinido, que disminuyó un 0,8%. Como resultado, la ratio de temporalidad se incrementó ligeramente hasta el 25,6%, 7 décimas superior a la observada el trimestre anterior, pero aún ligeramente inferior a la existente un año antes (25,9%). Por último, la contratación a tiempo parcial continuó la senda de crecimiento iniciada a principios de año, con un aumento del 2,4%, mientras que los ocupados a tiempo completo disminuyeron un 2,3%. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 12,8%, frente al 12,3% de un año antes.

La población activa aceleró su ritmo de avance, con un crecimiento interanual del 0,6%, en un entorno de estabilidad de la población mayor de 16 años (0,1%) y de repunte de la tasa de actividad, que se situó en el 60,1%, frente al 59,8% observado en el mismo trimestre del año anterior. Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina aumentó li-

geramente en el segundo trimestre, mientras que el colectivo masculino mantuvo la senda descendente, aunque a un menor ritmo (del -0,9% del segundo trimestre al -0,4% del tercero). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera crecieron un 0,4%, a pesar de la continuación del proceso de reducción de la población extranjera, un -0,4% en términos interanuales. En consecuencia, la tasa de actividad de este colectivo aumentó hasta el 77,2%. Los activos de nacionalidad española, por su parte, se incrementaron en 0,6%, y su tasa de actividad se mantuvo en el 57,7%.

Finalmente, el desempleo disminuyó en torno a 70.000 personas respecto al segundo trimestre, de forma que el número de parados se situó en los 4,57 millones. En términos interanuales, el avance del paro se moderó hasta una tasa de variación interanual del 11%, por debajo del 12,3% del trimestre precedente. Por su parte, la tasa de paro se redujo en 3 décimas en el trimestre, hasta alcanzar el 19,8% de la población activa. El paro registrado del INEM coincidió en mostrar una ralentización en el aumento del número de parados en el tercer trimestre de 2010, con un incremento interanual del 9,3%, tras el 12,6% del segundo trimestre.

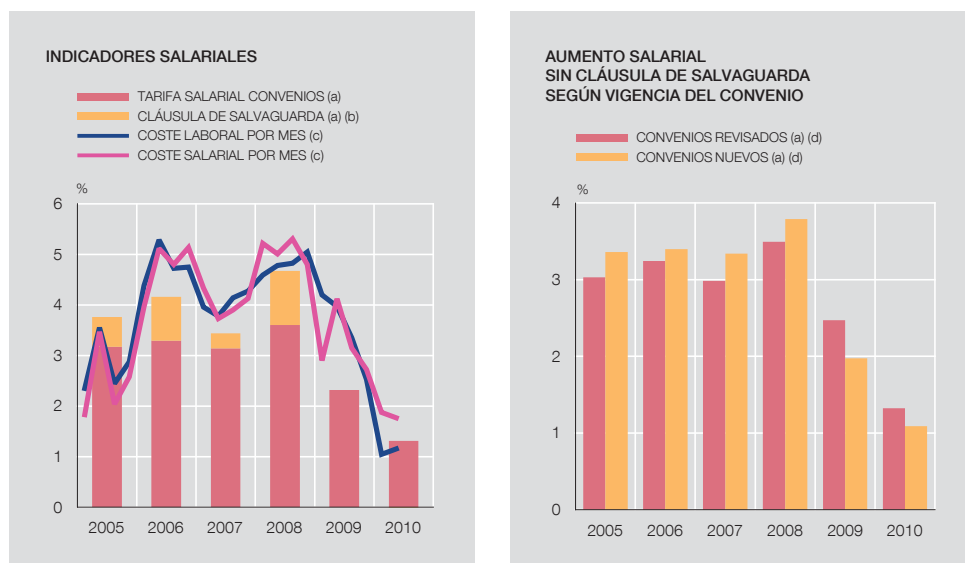
### 4.3 Costes y precios

La evolución de la negociación colectiva en los meses más recientes ha confirmado la trayectoria de un mayor grado de moderación salarial observada desde el comienzo del año. Estos desarrollos se han visto favorecidos por la escasa inflación de 2009 (0,8% en diciembre), que desactivó el efecto de las cláusulas de salvaguarda, y por el acuerdo plurianual firmado por los agentes sociales el pasado febrero. Sin embargo, hasta el momento, no se aprecia un efecto moderador adicional del recorte de las remuneraciones de los asalariados públicos sobre los crecimientos salariales en el sector privado. Los acuerdos firmados hasta el tercer trimestre del año son aún relativamente escasos, pues afectan a 5,1 millones de trabajadores (cifra inferior en un tercio a la registrada en el mismo período de 2009). Casi todos estos acuerdos son convenios revisados de ejercicios anteriores, que incorporan un incremento salarial del 1,3% para 2010, más de 1 pp por debajo de lo pactado el año anterior (véase gráfico 19), mientras que los convenios de nueva firma contienen, por término medio, aumentos salariales algo más bajos, en línea con el límite superior del 1% establecido en el acuerdo salarial firmado en febrero para el período 2010-2012. En el tramo final del año, los incrementos salariales recogidos en los convenios podrían contenerse algo más, tras la aprobación de la Ley 35/2010, de 17 de septiembre de 2010, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo, que incluye la posibilidad de que las empresas en situación económica vulnerable recurran a las cláusulas de inaplicación salarial (cláusulas de descuelgue). En resumen, de cara al tercer trimestre cabe esperar un descenso adicional del ritmo de aumento de la remuneración por asalariado, tanto en la economía de mercado como en la de no mercado. Pese a la moderación de las tasas de avance de la productividad, esta trayectoria de los salarios permitiría que los costes laborales unitarios en la economía de mercado siguieran corrigiéndose (véase gráfico 20).

En el tercer trimestre del año, se estima que el deflactor de la demanda final se habría acelerado modestamente, puesto que tanto la tasa de variación del componente interior de la inflación (medida por el deflactor del PIB) como la del deflactor de las importaciones habrían experimentado un ligero incremento en relación con el trimestre anterior. El repunte en los precios de importación estaría motivado, fundamentalmente, por el encarecimiento de las materias primas. Por componentes de la demanda final, el deflactor del conjunto de la formación bruta de capital fijo habría mantenido su ritmo de avance, a diferencia de lo ocurrido con los deflatores del consumo privado y de las exportaciones, que habrían repuntado durante el tercer trimestre.

En efecto, los principales indicadores de precios de consumo se aceleraron en el tercer trimestre, debido, en buena parte, al aumento de los tipos del IVA en el mes de julio, tal como

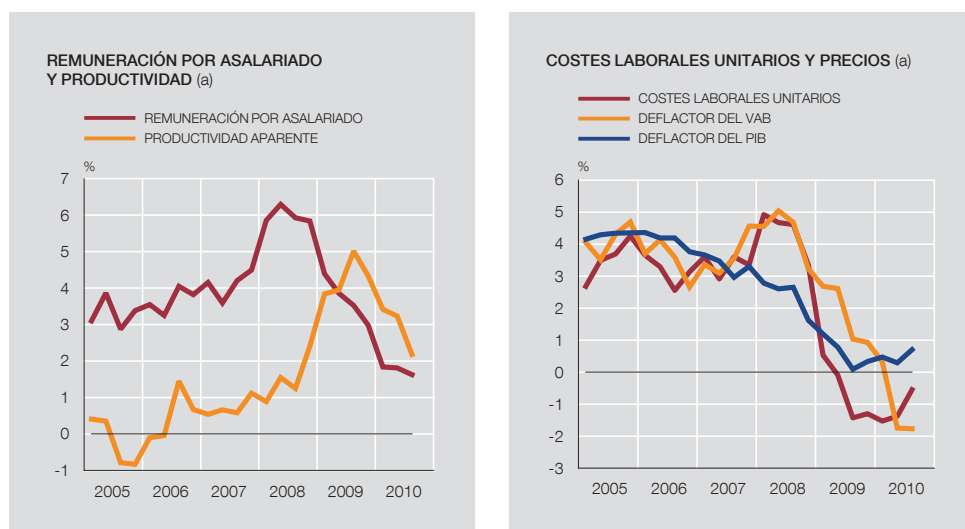




FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

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

PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

se explica con detalle en el recuadro 4. En el conjunto del trimestre, el IPC registró un crecimiento del 2%, frente al 1,6% alcanzado en el período de abril-junio (véase gráfico 21). Por componentes, el repunte del índice general fue generalizado, con la salvedad de la energía. En concreto, en estos tres meses, se encarecieron de forma significativa los precios de los alimentos no elaborados, que abandonaron las tasas negativas de trimestres anteriores. Además, los precios de los bienes industriales no energéticos repuntaron hasta el 0,1%, desde el -1,1% del trimestre previo, lo que, en parte, estuvo ligado al incremento en los precios de los auto-

El pasado 1 de julio entró en vigor el incremento de los tipos del impuesto sobre el valor añadido (IVA) aprobado en los Presupuestos Generales del Estado para 2010. En concreto, el tipo general aumentó 2 pp, hasta el 18%, y el reducido, 1 pp, hasta el 8%, mientras que el superreducido se mantuvo en el 4%. Este recuadro presenta una estimación de los efectos de este aumento de la imposición indirecta sobre los precios de consumo, utilizando un enfoque parcial, basado en el análisis de la evolución de los precios durante los tres meses que han transcurrido desde la fecha de entrada en vigor de esa medida. Obviamente, cualquier aumento de la imposición indirecta afecta de diversas formas a las decisiones de los distintos agentes privados —tanto hogares como empresas— y públicos, lo que podría, a su vez, generar efectos de segunda vuelta sobre los precios que aquí no se han considerado.

Desde un punto de vista teórico, la determinación del grado de traslación de las variaciones de la imposición indirecta sobre los precios de consumo depende de numerosos factores, que inciden de manera diferente en los distintos mercados de productos. Esos factores incluyen el grado de competencia, la elasticidad de la demanda de los consumidores, la estructura de costes de las empresas y el papel de las expectativas en los procesos de formación de precios. La dificultad de esta cuantificación afecta también al período temporal en que la traslación tiene lugar, dado que las empresas pueden decidir modificar sus precios con anterioridad a la entrada en vigor del aumento impositivo, concentrarlos en ese momento o diferirlos en el tiempo. En la práctica, la medición del impacto de las variaciones en la imposición indirecta y de su distribución en el tiempo se ve entorpecida por la dificultad de separar, dado un cambio en el IPC observado, la parte que refleja genuinamente una traslación impositiva de la que es atribuible a variaciones estacionales *normales* o a cambios en los determinantes próximos de los precios de consumo (por ejemplo, los precios industriales o el precio del petróleo).

En todo caso, la hipótesis de traslación completa del cambio impositivo permite obtener una cota superior para ese impacto de la subida

de impuestos en los precios. De acuerdo con el índice de precios de consumo armonizado a impuestos constantes (IPCA-IC) que publica el INE, el efecto máximo de la variación impositiva ascendería a 1,1 pp.

Para estimar el impacto del IVA se han utilizado tres enfoques diferentes. Cada uno de ellos presenta distintas ventajas e inconvenientes, lo que aconseja considerar, como estimación del impacto, el rango de resultados obtenidos. Asimismo, se debe tener en cuenta que es probable que la traslación todavía sea incompleta, por lo que las estimaciones presentadas deben considerarse con las debidas cautelas. Los dos primeros métodos considerados son de naturaleza incondicional, es decir, emplean exclusivamente información sobre precios de consumo, mientras que el tercero tiene un carácter condicional, al utilizar modelos cuantitativos que permiten depurar el efecto de los cambios en los determinantes próximos de los precios de consumo.

Con mayor detalle, el primer método se basa en el siguiente procedimiento: se ha desglosado la variación observada en los precios de consumo de julio, agosto y septiembre de 2010 para cada una de las 126 subclases del IPC (por ejemplo, pescado fresco) en un componente estacional normal (que se corresponde con las tasas intermensuales observadas en los mismos meses de 2009<sup>1</sup>) y en un término residual, que se asocia al aumento del IVA. Adicionalmente, se ha depurado este término residual para evitar que la estimación para alguna subclase concreta diera lugar a un grado de traslación del incremento del IVA inferior a cero o superior a la unidad. Los resultados se han agregado posteriormente de acuerdo con las ponderaciones de cada una de las subclases en el IPC. El segundo método

1. Alternativamente, se han realizado estimaciones definiendo el componente estacional normal como el promedio de las tasas intermensuales de esos mismos meses en el período 2005-2009. En este recuadro se presenta solo la estimación obtenida utilizando como referencia los crecimientos del año 2009, por tratarse de un año de características cíclicas más similares a las de 2010.

### EFECTOS ESTIMADOS DE LA SUBIDA DEL IVA SOBRE EL IPC

	IMPACTO ESTIMADO (pp)			TEÓRICO BAJO TRASLACIÓN COMPLETA	GRADO DE TRASLACIÓN (%)		
	Método 1 (a)	Método 2 (b)	Método 3 (c)		Método 1 (a)	Método 2 (b)	Método 3 (c)
Índice general	0,57	0,41	0,44	1,10	52,0	37,1	39,6
Alimentos no elaborados	0,25	0,07	0,00	0,49	51,6	14,9	0,0
Alimentos elaborados	0,30	0,10	0,00	0,77	38,5	12,4	0,0
B. industriales no energéticos	0,77	0,76	0,61	1,37	56,5	55,8	44,7
Energía	0,83	0,83	0,83	1,72	48,1	48,1	48,1
Servicios	0,51	0,21	0,44	0,97	53,0	22,0	45,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Estimación incondicional.
- b. Estimación a partir de modelos univariantes desagregados.
- c. Estimación condicionada a partir de los modelos de predicción de los grupos principales.

utiliza para cada una de las subclases del IPC un modelo univariante con análisis de intervención<sup>2</sup>, para tratar de identificar variaciones extraordinarias en estos meses que podrían deberse a la subida del IVA, aplicándose los mismos procedimientos de depuración y agregación que en el caso anterior. El tercer procedimiento es una estimación condicional que permite depurar la parte del cambio del IPC observado que refleja una variación en sus determinantes próximos (por ejemplo, los precios industriales), para lo que se han empleado los modelos econométricos de los cinco componentes principales del IPC que se consideran habitualmente.

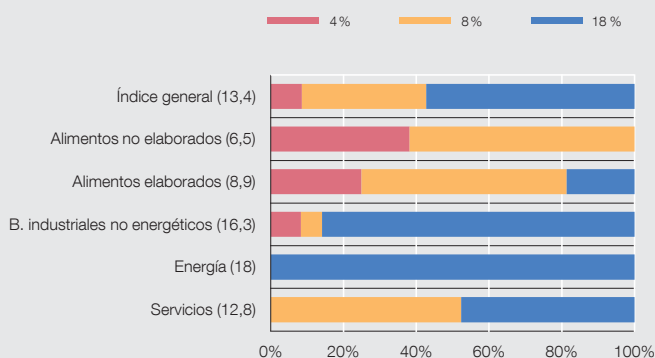
En el cuadro adjunto se presentan las estimaciones para el conjunto del período de julio-septiembre<sup>3</sup>. El examen conjunto de estos proce-

dimientos indicaría que el aumento del IVA puede explicar entre 4 y 6 décimas de la variación del IPC en julio, agosto y septiembre, habiéndose producido el grueso del impacto en julio. Los mayores efectos se registran en los componentes de bienes industriales no energéticos y de servicios, siendo muy limitado el impacto sobre los precios de los alimentos, lo que refleja, en cierta medida, el hecho de que parte de ellos están sometidos al tipo del IVA superreducido, que no se ha modificado, y casi todo el resto al tipo reducido, que solo ha aumentado 1 pp (véase gráfico 1). De hecho, para los alimentos elaborados y sin elaborar no es posible rechazar estadísticamente un efecto nulo del aumento del IVA.

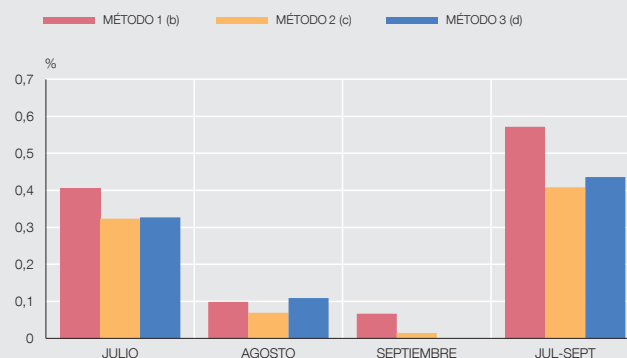
El grado de traslación estimado estaría entre el 40% y el 50% del potencial impacto total. Esta traslación es inferior a la estimada en otros episodios de aumentos del IVA (como en 1992 o 1995), lo que refleja la acusada debilidad del gasto de los hogares, que habría llevado a las empresas a absorber en sus márgenes parte del incremento impositivo. En cualquier caso, no se puede descartar que tengan lugar efectos desfasados adicionales en el mes de octubre —o incluso en los meses posteriores—, aunque cabe esperar que sean de magnitud reducida.

2. Por simplicidad, estos modelos univariantes con análisis de intervención han sido especificados de forma automática. 3. El componente energético requiere un tratamiento diferenciado, dado que los precios de la electricidad y el gas están regulados, y que los precios de los combustibles se ven muy afectados por las fluctuaciones en el precio del petróleo. En concreto, se ha supuesto una traslación completa en los precios de la electricidad y el gas, y una traslación parcial en los combustibles.

1 DISTRIBUCIÓN DE TIPOS DE IVA SEGÚN LOS DISTINTOS COMPONENTES DEL IPC (a)



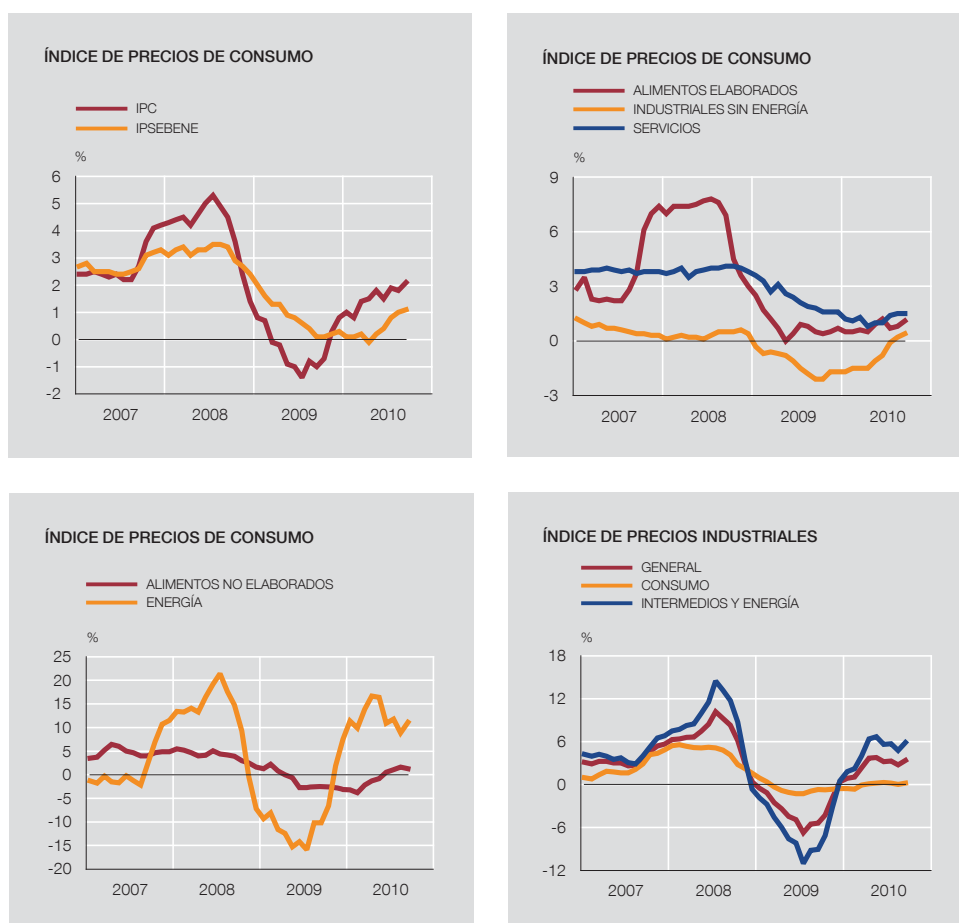
2 EFECTOS ESTIMADOS DE LA SUBIDA DEL IVA SOBRE EL IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Entre paréntesis, tipo medio del IVA (%).
- b. Estimación incondicional
- c. Estimación a partir de modelos univariantes desagregados
- d. Estimación condicionada a partir de los modelos de predicción de los grupos principales.

móviles. Asimismo, los precios de los servicios repuntaron de nuevo, tras la desaceleración de los trimestres previos, hasta una tasa media del 1,5%. Por el contrario, los precios energéticos experimentaron un recorte de 4 pp en su tasa de crecimiento, hasta el 10,6%, debido a los abultados incrementos de los precios registrados hace un año. Como resultado, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— prolongó la senda ascendente de los últimos trimestres y repuntó siete décimas, hasta una tasa interanual media del 0,9% en el tercer trimestre.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

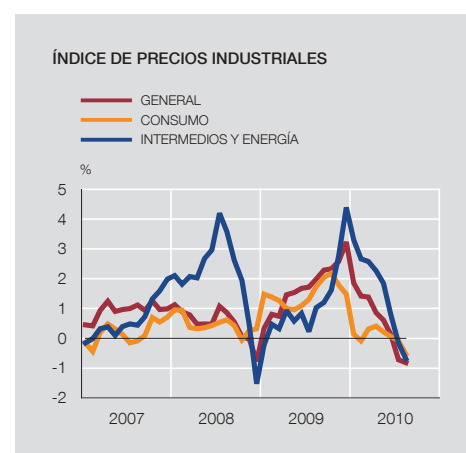
a. Tasas interanuales sobre las series originales.

El aumento de la inflación en el tercer trimestre, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue de tres décimas en España y de dos en la zona del euro, con lo que el diferencial se elevó una décima, hasta 0,2 pp (véase gráfico 22). Las tasas de crecimiento de los precios resultaron inferiores en España respecto a la UEM en los servicios, los bienes industriales no energéticos y los alimentos no elaborados. Como resultado, el diferencial en la inflación subyacente continuó resultando favorable a España, si bien se redujo en cinco décimas respecto al trimestre previo, hasta -0,1 pp. El indicador adelantado del IAPC para el mes de octubre muestra un repunte de una décima de su tasa interanual, hasta el 2,2%, similar al que se estima para el área del euro, cuyo IAPC se elevaría hasta el 1,9%.

El índice de precios industriales aminoró su ritmo de crecimiento hasta el 3,1% en el tercer trimestre, cuatro décimas inferior a la tasa del trimestre anterior. Esta disminución fue debida al descenso del ritmo de crecimiento interanual de los precios energéticos y a la caída en los precios de los bienes de consumo no duradero. Por el contrario, se aceleraron los precios de los bienes de consumo duradero, intermedios y de equipo. Finalmente, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales atenuaron de nuevo sus ritmos de avance, alcanzando en el mes de agosto tasas del 8,5% y 5,3%, respectivamente.

#### 4.4 La actuación del Estado

El pasado 24 de septiembre, el Gobierno aprobó en Consejo de Ministros el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2011, en el que se fija como objetivo un déficit para el



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

conjunto de las AAPP del 6% del PIB en ese año, confirmando los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria aprobados en junio. Por subsectores, se espera que la Administración Central presente un déficit del 2,3% del PIB, 3,6 puntos menos que en 2010, mientras que la Seguridad Social vería mejorar su superávit en dos décimas de PIB, hasta el 0,4%, y las Administraciones Territoriales (AATT) presentarían un deterioro del déficit de 0,4 puntos, hasta el 4,1% del PIB.

Por el lado de los ingresos, los PGE para 2011 recogen la subida de un punto en el tramo estatal del IRPF para las bases imponibles regulares superiores a 120.000 euros (hasta el 22,5%) y de dos puntos para las superiores a 175.000 euros (hasta el 23,5%), así como la eliminación de la deducción por adquisición de vivienda habitual para contribuyentes con base imponible superior a 24.170,20 euros y de la ayuda fiscal por nacimiento o adopción de niños.

Por el lado del gasto, las medidas anunciadas en mayo de este año (como la reducción media del 5% del salario anual de los empleados públicos o el significativo descenso de la inversión pública), junto con recortes en otras partidas presupuestarias, permiten situar el límite del gasto no financiero del Estado en 150.056 millones de euros en 2011, lo que supone una reducción de en torno al 6% frente a lo presupuestado en 2010 (o del 5% cuando se compara con el Avance de Liquidación para ese mismo año), una vez que se elimina la distorsión causada por el nuevo sistema de financiación autonómica. En términos de su composición,

Millones de euros y %

	Liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Avance de liquidación	Variación porcentual 2010/2009	Liquidación			
					Liquidación ene-jun. Variación porcentual 2010/2009	2009 ene-sep	2010 ene-sep	Variación porcentual
					5	6	7	8 = 7 / 6
	1	2	3	4 = 3 / 1				
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	102.038	-21,1	121.551	19,1	19,5	70.701	92.676	31,1
Impuestos directos	54.096	-27,0	58.270	7,7	11,1	37.833	42.320	11,9
<i>IRPF</i>	30.432	-29,9	39.950	31,3	21,4	20.739	28.090	35,4
<i>Sociedades</i>	20.188	-26,1	14.648	-27,4	-14,5	14.404	11.334	-21,3
<i>Otros (a)</i>	3.476	2,8	3.672	5,7	6,1	2.690	2.896	7,6
Impuestos indirectos	28.664	-26,9	48.769	70,1	60,6	20.159	40.131	99,1
<i>IVA</i>	15.784	-36,7	35.032	121,9	94,8	10.742	30.090	180,1
<i>Especiales</i>	10.141	-9,6	10.884	7,3	8,9	7.349	7.818	6,4
<i>Otros (b)</i>	2.739	-11,2	2.853	4,1	5,8	2.068	2.223	7,5
Otros ingresos	19.277	20,4	14.511	-24,7	-28,5	12.709	10.225	-19,5
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	189.319	27,8	183.654	-3,0	3,6	133.501	130.616	-2,2
Personal	26.570	5,3	26.973	1,5	2,4	18.918	19.420	2,7
Compras	4.860	7,2	4.409	-9,3	3,3	2.893	2.827	-2,3
Intereses	17.650	10,8	22.237	26,0	23,0	15.317	16.712	9,1
Transferencias corrientes	112.412	35,8	105.297	-6,3	7,3	77.090	74.875	-2,9
Inversiones reales	10.468	-1,6	8.458	-19,2	-6,2	6.916	6.157	-11,0
Transferencias de capital	17.360	94,1	16.280	-6,2	-22,7	12.367	10.624	-14,1
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	-87.281	—	-62.103	—	—	-62.800	-37.939	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
TOTAL	116.779	-15,9	133.578	14,4	13,3	84.971	101.785	19,8
IRPF	63.857	-10,5	67.601	5,9	3,6	46.839	49.453	5,6
IVA	33.573	-30,1	45.625	35,9	31,4	23.816	37.410	57,1
Especiales	19.349	-1,1	20.352	5,2	7,2	14.316	14.923	4,2

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

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

se presupuesta una caída del 3,2% del gasto corriente primario del Estado (excluyendo las transferencias a las Comunidades Autónomas) con respecto al Avance de Liquidación, un aumento de la carga financiera de casi un 25% y una reducción de la inversión pública de en torno al 31%.

Asimismo, los PGE avanzan un cierre para el año corriente con un déficit para el sector AAPP del 9,3% del PIB. Por subsectores, se prevé que la Administración Central registre este año un déficit del 5,9% del PIB (-9,4% en 2009), mientras que el saldo de las Administraciones de la Seguridad Social se reduciría en casi seis décimas, hasta un superávit del 0,2% del PIB, y el saldo de las AATT empeoraría en 1,2 puntos, hasta el -3,7% del PIB.

Según el Avance de liquidación incluido en los PGE para el próximo año, el Estado registrará un déficit en términos de caja de 62,1 mm de euros en el ejercicio actual, cifra ligeramente menor que la prevista en el documento presupuestario inicial, debido tanto a una pequeña mejora de los ingresos como a un cierto recorte de los gastos. La ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un déficit de 37,9 mm de euros, notablemente menor que el déficit de 62,8 mm de euros registrado en el mismo período del año anterior (por

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6.931 millones de euros hasta agosto de 2010, inferior en un 32% al registrado en el mismo período del año precedente. Por su parte, los ingresos no financieros continuaron moderando, aunque muy pausadamente, su ritmo de disminución, con una tasa acumulada del -0,4% hasta agosto, frente a una caída prevista en los presupuestos del 3,4%. Los gastos acumulan un crecimiento del 4,2%, frente al 1,9% presupuestado para el conjunto del año, mostrando una ligera aceleración en el último mes en sintonía con la evolución que muestran las pensiones contributivas, principal rúbrica de gasto.

Por componentes, los ingresos por cotizaciones sociales acumulan una ligera contracción del 0,1% hasta agosto, reflejando la evolución del empleo y de las afiliaciones a la Seguridad Social. El gasto en pensiones contributivas aumentó un 5,1% hasta agosto, manteniendo una evolución relativamente estable, en línea con el crecimiento del número de pensiones. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se redujo a un ritmo del 5%, menos intenso que lo previsto en el presupuesto.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas vienen creciendo ligeramente en los últimos meses. Respecto a los gastos, las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo también se han acelerado recientemente, mientras que el grueso del gasto destinado a prestaciones por desempleo continuó desacelerándose hasta septiembre, en línea con las tendencias que se observan en la evolución del desempleo, de manera que en el conjunto de 2010 sería esperable una moderación sustancial con respecto al año 2009. A pesar de esta evolución del gasto total, el número de beneficiarios de prestaciones por desempleo ha frenado su ritmo de desaceleración y creció en términos interanuales ligeramente por encima del 11% en agosto, en línea con la evolución del paro registrado no agrícola. Como resultado, la tasa de cobertura disminuyó solo ligeramente, y se situó en un 79%, todavía por encima de la registrada hace un año. La última información disponible indica una moderación adicional del aumento del paro registrado en septiembre.

### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

#### Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

Millones de euros y %

	Presupuesto		% variación	Liquidación: acumulado en el año hasta agosto		
	2009	2010		2009	2010	% variación
	1	2	3 = 2 / 1	4	5	6 = 5 / 4
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	123.726	119.481	-3,4	80.150	79.793	-0,4
1.1 Cotizaciones sociales	113.324	108.358	-4,4	71.155	71.115	-0,1
1.2 Transferencias corrientes	7.439	8.357	12,3	6.127	6.120	-0,1
1.3 Otros	2.963	2.765	-6,7	2.868	2.558	-10,8
2 PAGOS NO FINANCIEROS	114.476	116.601	1,9	69.917	72.863	4,2
2.1 Personal	2.453	2.483	1,2	1.571	1.547	-1,5
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.995	2.032	1,9	1.031	1.020	-1,1
2.3 Transferencias corrientes	109.465	111.557	1,9	66.939	70.166	4,8
<i>Pensiones contributivas</i>	93.339	95.320	2,1	57.519	60.466	5,1
<i>Incapacidad temporal</i>	8.144	7.373	-9,5	3.703	3.516	-5,0
<i>Resto</i>	7.982	8.864	11,0	5.717	6.184	8,2
2.4 Otros	563	529	-6,1	376	130	-65,4
3 SALDO NO FINANCIERO	9.250	2.880	-68,9	10.232	6.931	-32,3

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo e Inmigración, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social.

		Enero-Agosto		TASA DE VARIACIÓN 2010/2009 (b)
		2009	2010	
Millones de euros				
INGRESOS	Cuenta corriente	198.526	215.505	8,6
	<i>Mercancías</i>	103.120	120.467	16,8
	<i>Servicios</i>	59.279	61.402	3,6
	— Turismo	26.117	26.830	2,7
	— Otros servicios	33.162	34.573	4,3
	<i>Rentas</i>	26.630	24.180	-9,2
	<i>Transferencias corrientes</i>	9.497	9.455	-0,4
	Cuenta de capital	4.267	5.845	37,0
	Cuentas corriente + capital	202.792	221.350	9,2
PAGOS	Cuenta corriente	238.001	250.125	5,1
	<i>Mercancías</i>	131.604	151.467	15,1
	<i>Servicios</i>	41.339	42.351	2,4
	— Turismo	7.763	8.038	3,5
	— Otros servicios	33.576	34.313	2,2
	<i>Rentas</i>	48.933	39.421	-19,4
	<i>Transferencias corrientes</i>	16.125	16.886	4,7
	Cuenta de capital	1.460	1.103	-24,4
	Cuentas corriente + capital	239.461	251.228	4,9
SALDOS	Cuenta corriente	-39.476	-34.620	4.856
	<i>Mercancías</i>	-28.484	-31.000	-2.515
	<i>Servicios</i>	17.940	19.052	1.111
	— Turismo	18.354	18.792	437
	— Otros servicios	-414	260	674
	<i>Rentas</i>	-22.303	-15.241	7.062
	<i>Transferencias corrientes</i>	-6.629	-7.431	-803
	Cuenta de capital	2.807	4.742	1.935
	Cuentas corriente + capital	-36.669	-29.878	6.791

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

el contrario, la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social muestra una reducción del superávit, como se detalla en el recuadro 5). En el tercer trimestre del año se acentuó la fortaleza de los ingresos, que registraron un aumento del 31,1% en términos acumulados, mientras que los pagos continuaron desacelerándose, pasando a registrar tasas negativas, del -2,2% en términos acumulados hasta septiembre, frente al 3,6% de la primera mitad del año.

En conjunto, la recaudación de impuestos directos se está viendo impulsada por una cierta recuperación de las bases imponibles, pero, sobre todo, por el impacto de algunas medidas discrecionales, entre las que hay que destacar la eliminación de la deducción de hasta 400 euros que afecta ya a las retenciones de este año 2010 en el IRPF y la subida de los tipos impositivos sobre los rendimientos del capital. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA continuó registrando los incrementos más acusados, del 57,1%, en datos totales acumulados hasta septiembre, tras una notable aceleración en el tercer trimestre. Esta evolución obedece principalmente a la fuerte caída de las devoluciones solicitadas por las empresas, que, en gran parte, se debe al nuevo régimen de devoluciones mensuales implantado en el año 2009 y que supuso un volumen de devoluciones extraordinario, y transitorio, en ese año. Asimismo, la



recaudación podría estar afectada por un cierto adelanto del consumo en los meses previos a la subida de tipos del IVA a primeros de julio y por esa misma subida de tipos. Los impuestos especiales, por su parte, registraron un crecimiento del 4,2%.

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

Durante los ocho primeros meses de 2010, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 29,9 mm de euros, un 19% inferior al del mismo período del año anterior. El grueso de esta corrección es atribuible, fundamentalmente, a la reducción del déficit de rentas y, en menor medida, al aumento del superávit de la balanza de servicios, que compensaron la ampliación del déficit de la balanza de transferencias corrientes y, particularmente, de la balanza comercial. Por su parte, el superávit por operaciones de capital aumentó significativamente.

El déficit de la balanza comercial se incrementó casi un 9% en términos interanuales en el período de enero-agosto, hasta alcanzar la cifra de 31 mm de euros. Entre enero y agosto de 2010, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes crecieron de forma sensible, un 17% y un 15%, respectivamente. El aumento del déficit se produjo por el notable incremento del componente energético, afectado por el encarecimiento del petróleo, que se amplió un 31% en dicho período, mientras que el déficit no energético descendió un 17%. La balanza de servicios, por su parte, arrojó un superávit de 19 mm de euros, un 6% más que en el mismo período de 2009, como consecuencia de la notable mejoría del saldo de los servicios no turísticos y del incremento del superávit de turismo. El saldo negativo de la balanza de rentas disminuyó un 32% en términos interanuales en el período de enero-agosto de 2010, con una caída mucho más intensa de los pagos que de los ingresos (del 19% y 9%, respectivamente). Por su parte, el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó un 12% en términos interanuales en los ocho primeros meses del año, en un contexto de ligero retroceso de los ingresos y de avance de los pagos (del 0,4% y 5%, respectivamente).

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

Durante el tercer trimestre de 2010, se produjo una recuperación de la confianza de los inversores internacionales en la economía española en respuesta a los avances realizados en el terreno de la consolidación fiscal; en el ámbito de las reformas estructurales, singularmente en el mercado de trabajo, y en la reestructuración del sistema financiero. Adicionalmente, el ejercicio de transparencia que supuso la publicación en julio, a iniciativa del Banco de España, de los resultados de las pruebas de resistencia efectuadas a las entidades de crédito de la UEM potenció los efectos de las reformas, mejorando la percepción de solvencia del sistema financiero español (véase recuadro 6). En este contexto, aumentaron las cotizaciones bursátiles y disminuyó su volatilidad, y descendieron las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado (véase gráfico 23). Así, a finales de octubre, el IBEX 35 registraba una revalorización del 16,7% con respecto a los niveles de finales de junio, frente al ascenso del 10,6% del EUROSTOXX 50 y del 14,8% del S&P 500. De este modo, se redujeron las pérdidas acumuladas en la parte transcurrida del año hasta el 9,4% para el índice español y el 4,1% para el europeo, mientras que el estadounidense presentaba un incremento de un 6,1%.

Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años disminuyó, respecto a finales de junio, más que la referencia alemana a idéntico plazo (39 pb, frente a 2 pb), lo que se ha traducido en una reducción de 36 pb del diferencial de tipos de interés entre ambos bonos, que se situaba, al cierre de octubre, en torno a los 165 pb, habiendo repuntado algo durante los primeros días de noviembre. A finales de septiembre se produjo, en línea con lo que anticipaba el mercado y, por tanto, sin que tuviese un impacto significativo en los precios, una rebaja de un escalón (desde AAA) en la calificación crediticia de la deuda del Reino de España a largo plazo por parte de Moody's, con lo que se alineó con la de otras agencias que ya habían realizado previamente una revisión similar. Por otra parte, en el tercer trimestre mejoró el acceso de las entidades de crédito a la financiación mayorista, como lo ilustra el aumento de la actividad de los mercados que se habían visto más afectados por las tensiones que se registraron durante los meses precedentes (en especial, los de renta fija y los de *repos*), aunque los diferenciales de rentabilidad se mantienen en niveles elevados. En el caso de los préstamos interbancarios, los tipos de interés se elevaron nuevamente, aunque de forma moderada, situándose el EURIBOR a doce meses a finales del período en el 1,54%, 23 pb por encima del dato de junio.

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, durante el tercer trimestre de 2010 continuó el descenso del precio de la vivienda libre. Durante este período, la tasa de disminución intertrimestral se mantuvo ligeramente por debajo del 1%, lo que se tradujo en un retroceso algo menor en términos interanuales al observado tres meses antes (3,4%, 0,3 pp menos que en junio).

Entre junio y septiembre de 2010, los costes de financiación bancaria de los hogares y las sociedades registraron movimientos al alza, en línea con los tipos de mercado de referencia, de forma que los diferenciales entre ambos no mostraron, en general, variaciones significativas (véase gráfico 23). También se elevó el coste de las emisiones de valores de renta fija de las empresas a corto plazo, mientras que el de los de vencimiento a largo descendió y el de los recursos propios se mantuvo en niveles similares a los de mediados de año. Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) de octubre, los criterios de concesión de créditos se habrían mantenido estables en el tercer trimestre de 2010, contrastando así con el ligero endurecimiento que las entidades preveían aplicar du-

Durante el segundo trimestre de 2010, los mercados españoles se encontraron entre los más afectados por la crisis de la deuda soberana europea, lo que se reflejó en un aumento del coste y en mayores dificultades de financiación para los emisores públicos y privados (véase recuadro 7 del artículo «Informe trimestral de la economía española» del *Boletín Económico* del Banco de España de julio-agosto). Pero desde finales de junio se observaron algunas señales de recuperación de la confianza de los inversores internacionales en nuestra economía, situación que se ha prolongado en los meses posteriores, a pesar de que se volvieron a producir algunos episodios de tensión, que en esta ocasión no afectaron a nuestro país. Con carácter general, la creación del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera contribuyó a atenuar las tensiones. Sin embargo, el comportamiento diferencial del riesgo soberano español en este período evidencia los efectos positivos de las medidas adoptadas a nivel nacional en tres ámbitos complementarios: la consolidación fiscal, las reformas estructurales (en particular, en el mercado de trabajo) y los avances en la reestructuración del sistema financiero, singularmente centrados en las cajas de ahorros. En este contexto, la publicación a finales de julio, por iniciativa del Banco de España, de las pruebas de resistencia efectuadas a las entidades de crédito supuso un ejercicio de transparencia que se demostró muy útil para mejorar la percepción de solvencia del sistema financiero español.

En el mercado de deuda pública española se ha apreciado, a lo largo de los cuatro últimos meses, una pauta descendente de las rentabilidades: desde el 4,9% a mediados de junio, en el caso de la referencia a diez años, hasta niveles alrededor del 4,2% a finales de octubre (véase gráfico 1)<sup>1</sup>. El diferencial de rentabilidad frente a los valores alemanes al mismo plazo se ha reducido durante el mismo lapso de tiempo desde los 220 pb hasta los 165 pb, habiendo aumentado algo durante los primeros días de noviembre. Esta mejoría es especialmente significativa si se tiene en cuenta que se ha producido en

1. A finales de septiembre Moody's redujo en un escalón la calificación crediticia de la deuda pública española a largo plazo, alineándose así con lo que ya habían hecho las otras dos agencias importantes. Este movimiento ya había sido anticipado por el mercado, por lo que apenas tuvo efecto en los precios negociados.

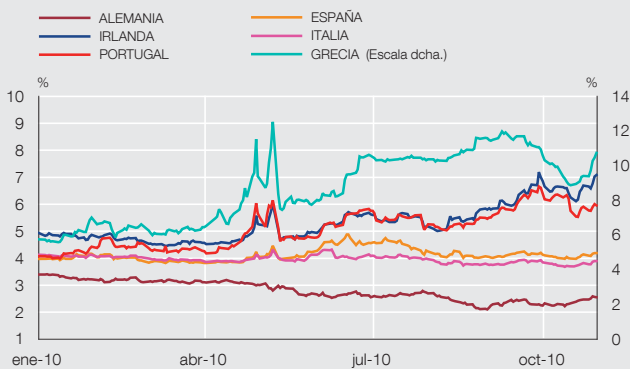
un período en el que se han vuelto a observar nuevos rebotes de tensión financiera que han llevado a un repunte de los tipos de interés de los títulos de países como Irlanda, Portugal y Grecia. La recuperación de la confianza de los inversores internacionales en nuestra economía se aprecia también claramente en los flujos de inversión de los no residentes en deuda pública, que han vuelto a ser positivos a partir de junio, tras las desinversiones de los dos meses precedentes (véase gráfico 2).

La mejoría en la percepción del riesgo soberano y en la solvencia del sistema financiero han facilitado la financiación de las entidades con no residentes mediante operaciones de préstamo con garantía (*repo*), mercado que en el segundo trimestre se vio muy afectado porque la elevada correlación entre los riesgos de esos dos sectores reducía el valor de las garantías aportadas (títulos de deuda pública). Además, el acceso de algunas entidades españolas a las cámaras de compensación internacionales (LCH en Londres y Eurex Repo en Frankfurt), como miembros o a través de intermediarios, y la aceptación de los valores españoles en la primera han ampliado las posibilidades que estas tienen de captar fondos mediante estas operaciones.

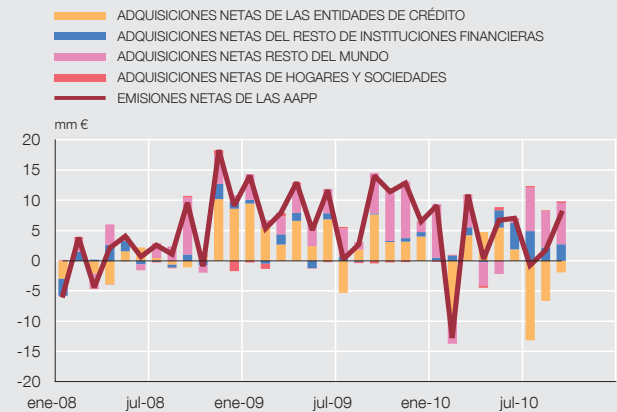
En los mercados primarios de deuda de las entidades también se ha observado una recuperación de la actividad, tras los registros reducidos de mayo, de modo que estos intermediarios han vuelto a captar fondos en términos netos desde el pasado mes de julio (véanse gráficos 3 y 4). Las mayores posibilidades de financiación en los mercados se han reflejado en un descenso del préstamo neto del Eurosistema a las entidades residentes durante los últimos meses, que en octubre se situaba por debajo de los registros anteriores a la crisis de la deuda soberana (véase gráfico 5).

La apertura de los flujos de financiación con los no residentes ha atenuado el riesgo de contracción del crédito en nuestro país. No obstante, las primas de riesgo que el mercado exige a los valores españoles continúan siendo elevadas, en comparación con los niveles anteriores a la crisis de la deuda soberana (véase gráfico 6), lo que introduce un elemento de presión en el coste de la captación del pasivo. Si esta situación persiste, podría acabar trasladándose a los tipos de interés del crédito.

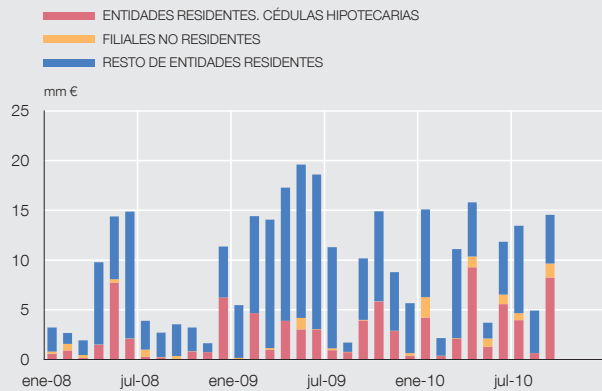
1 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



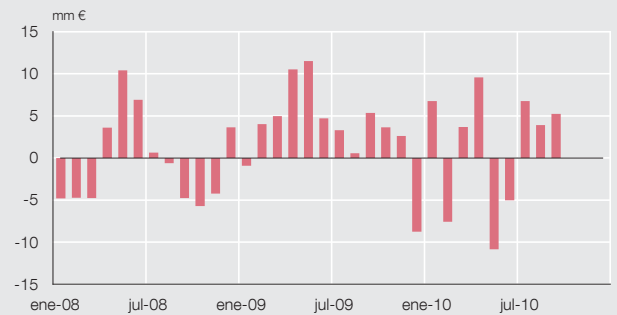
2 EMISIONES Y ADQUISICIONES DE VALORES DEL ESTADO



3 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA A MEDIO Y LARGO PLAZO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS FILIALES (a)



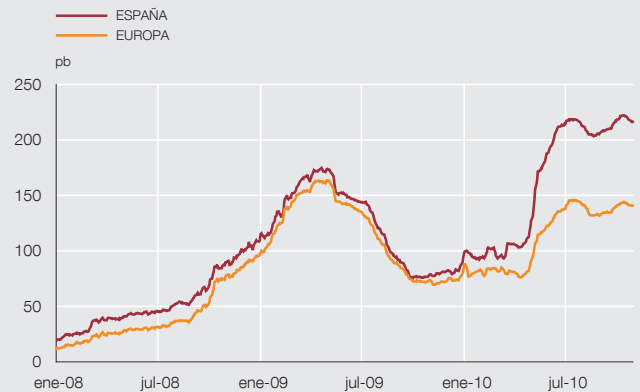
4 EMISIONES NETAS DE RENTA FIJA A MEDIO Y LARGO PLAZO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS FILIALES (a)



5 PRÉSTAMO NETO DEL EUROSISTEMA A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO RESIDENTES  
Media mensual de datos diarios

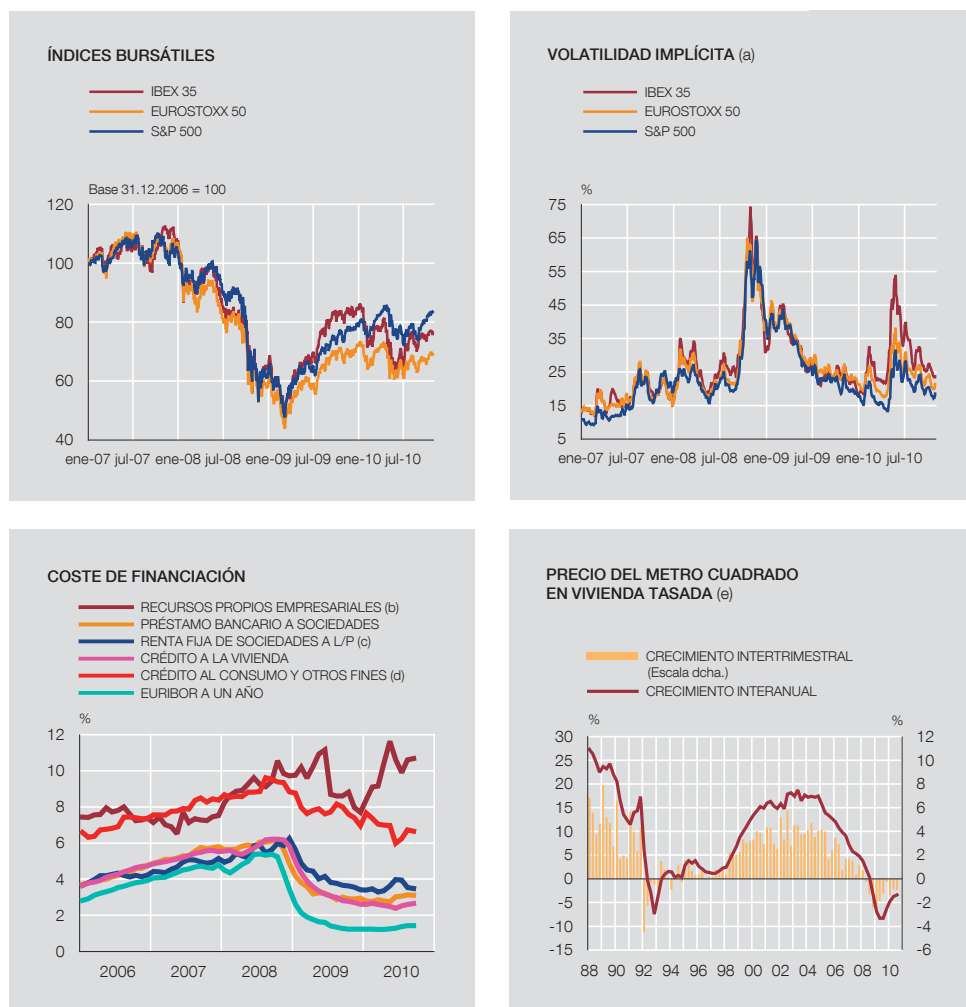


6 CÉDULAS HIPOTECARIAS ENTRE CINCO Y SIETE AÑOS.  
ASSET SWAP SPREAD (b)



FUENTES: Reuters, Bloomberg, Datastream y Banco de España.

a. El dato de septiembre es provisional.  
b. Medias móviles de 5 días.



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

a. Medias móviles de cinco días.

b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.

d. 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.

e. Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

rante este período<sup>1</sup>. A esta evolución habría contribuido principalmente la importante mejora en el acceso a fuentes de financiación mayorista. Según esta encuesta, la demanda de fondos de sociedades y hogares —sobre todo la destinada a adquirir vivienda— habría descendido. De cara a los últimos meses de 2010, las entidades prevén ligeros endurecimientos en la oferta en los préstamos a empresas y un mantenimiento en los solicitados por las familias.

La última información disponible sobre la financiación del sector privado, correspondiente a agosto, muestra pocos cambios en el dinamismo de la deuda de familias y empresas. Así, el

1. Para un mayor detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2010», de Maristela Mulino, en este mismo *Boletín Económico*.

ritmo de expansión del crédito destinado a las primeras sigue situándose en valores reducidos, inferiores al 1%, mientras que, en el caso de las sociedades, la contracción de los recursos ajenos se mantuvo próxima al 2%. Los datos provisionales más recientes apuntan a que durante septiembre disminuyó ligeramente la tasa de avance de los pasivos de los hogares, al tiempo que se suavizó, nuevamente, la caída de la financiación bancaria de las empresas.

El modesto ascenso de los pasivos de las familias entre marzo y junio de 2010, unido a la estabilidad de los ingresos, se tradujo en un ligero incremento de la ratio de deuda sobre la renta bruta disponible (RBD). Por su parte, la carga financiera siguió reduciéndose, debido a los menores costes medios de la deuda viva. Sin embargo, se observó también, al igual que en los primeros meses del año, un descenso tanto de la tasa de ahorro bruto como de la capacidad de ahorro del sector, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda. La información provisional correspondiente al tercer trimestre apunta a una continuidad de las tendencias anteriores, excepto para la ratio de endeudamiento, que se habría mantenido estable.

En el caso de las sociedades, la ratio de endeudamiento apenas varió entre marzo y junio, mientras que la de carga financiera siguió reduciéndose, aunque a menor ritmo, como consecuencia de la caída del coste medio de la deuda viva. Estas mismas tendencias se habrían prolongado durante los meses posteriores, de acuerdo con los datos provisionales disponibles. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, los datos correspondientes al segundo trimestre de 2010 evidencian una recuperación de los niveles de rentabilidad.

El volumen de créditos dudosos ha continuado aumentando, aunque con menor intensidad que en meses precedentes. Como consecuencia de ello y de la estabilidad de la deuda, la ratio de dudosos ha seguido elevándose. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades a los intermediarios distintos de las entidades de crédito), dicho indicador se situó en agosto en el 5,6%, 0,3 pp por encima del dato de junio.

En el caso de las AAPP, ha continuado la desaceleración de la deuda, aunque la tasa de expansión sigue siendo muy elevada (17,9% en agosto, frente al 20,5% de mayo). Este dinamismo en la captación de recursos, unido al débil avance del PIB, se ha reflejado en nuevos aumentos de la ratio de endeudamiento del sector, que se situó próxima al 57% del PIB en junio de 2010, y ha supuesto también un incremento, aunque más moderado, de la carga financiera asociada.

La información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al segundo trimestre de 2010, muestra que la senda descendente que se observaba desde mediados de 2008 en las necesidades de financiación de la nación se interrumpió en este período, en el que se mantuvieron estables en el 4,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 6).

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente a los no residentes refleja las dificultades que existieron para captar fondos en el exterior durante este período. Así, entre marzo y junio únicamente las AAPP consiguieron captar, en términos netos, recursos del resto del mundo, y por un importe inferior al del semestre previo. De este modo, como los fondos captados por este sector fueron insuficientes para cubrir el exceso de gasto de la nación en relación con los ingresos, los activos netos del Banco de España frente a los no residentes registraron una importante reducción. La información incompleta para el tercer trimestre de la

% del PIB	2005	2006	2007	2008	2009			2010	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
					Economía nacional	-6,5	-8,4	-9,6	-9,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-8,4	-11,1	-13,4	-6,8	-0,4	2,4	4,6	6,0	5,4
<i>Sociedades no financieras</i>	-7,1	-9,5	-11,5	-7,1	-4,6	-2,7	-1,2	1,0	1,7
<i>Hogares e ISFLSH</i>	-1,3	-1,7	-1,9	0,2	4,2	5,1	5,8	4,9	3,7
Instituciones financieras	0,9	0,7	1,9	1,8	1,7	1,5	1,4	1,2	1,1
Administraciones Públicas	1,0	2,0	1,9	-4,2	-8,4	-9,8	-11,1	-11,5	-11,0
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-11,4	-17,8	-15,9	-11,9	-6,7	-3,9	-1,3	1,3	2,0

FUENTE: Banco de España.

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

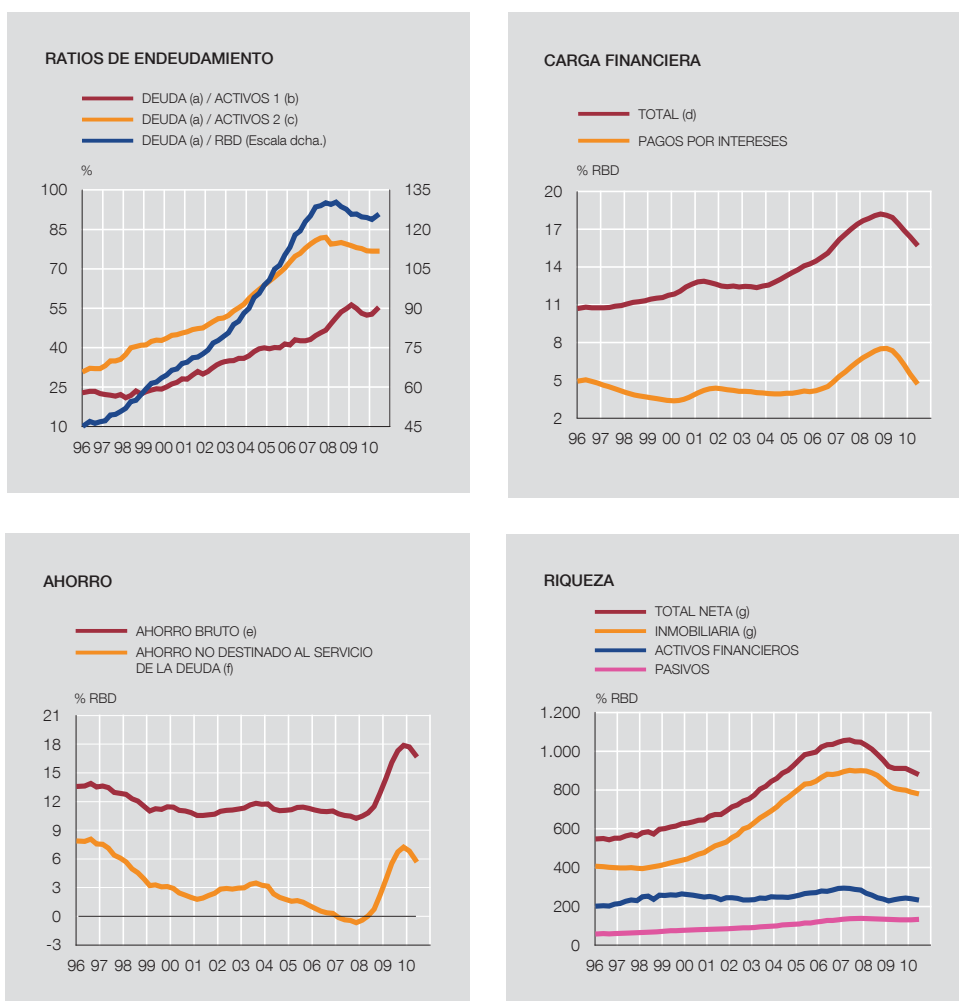
Balanza de Pagos indica que esta pauta habría revertido en los meses de verano, en consonancia con la mejoría en el acceso a la financiación procedente del resto del mundo.

En resumen, durante el tercer trimestre de 2010 se produjo una recuperación de la confianza de los inversores internacionales en la economía española, lo que permitió una cierta relajación de las condiciones de financiación en los mercados de los agentes públicos y privados, reduciéndose así el riesgo de que estas perturbaciones se acaben traduciendo en una contracción significativa del crédito concedido a empresas y familias. No obstante, las primas de riesgo que tienen que pagar las entidades para obtener fondos continúan siendo superiores a las del período anterior a la crisis de la deuda soberana, por lo que, si esta situación se prolonga, podría acabar traduciéndose en un ascenso del coste de financiación bancaria. Estos desarrollos se han producido en un contexto en el que se ha continuado observando una cierta estabilización de los indicadores de presión financiera del sector privado, como consecuencia, principalmente, del escaso dinamismo de los recursos ajenos y de la mejoría macroeconómica. No obstante, la debilidad de los ingresos está impidiendo la reducción de los ratios de deuda sobre rentas, permaneciendo estas en niveles elevados. En el caso de las AAPP, sus pasivos han seguido aumentando a un ritmo elevado, aunque más moderado que en los meses precedentes.

## 5.2 El sector hogares

Entre junio y septiembre de 2010 los costes de financiación bancaria de los hogares aumentaron (26 pb en los préstamos para adquisición de vivienda y 67 pb en los destinados a consumo y otros fines, segmento este último en el que los tipos de interés presentan mayor variabilidad, ligada, en parte, a factores estacionales). Sin embargo, de acuerdo con la EPB de octubre, los criterios de concesión de créditos se habrían mantenido estables en el tercer trimestre de 2010, contrastando así con el ligero endurecimiento que preveían aplicar las entidades. Esta evolución, a la que habría contribuido sobre todo la mejoría en el acceso a fuentes de financiación mayorista, se prolongaría, según los intermediarios encuestados, durante los últimos meses del año. Por su parte, la demanda de financiación de las familias, sobre todo la destinada a adquirir vivienda, habría descendido, en línea con lo que las instituciones financieras esperaban en julio.

En este contexto, la deuda de las familias mostró ligeros avances entre junio y agosto, de modo que la tasa de crecimiento interanual se mantuvo ligeramente por debajo del 1%, como resultado del mantenimiento de la de los fondos para adquisición de vivienda en valores próxi-



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

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

mos al 1%, y el ligero descenso de la de los otorgados para consumo y otros fines, que pasó a ser nula, frente a los registros ligeramente positivos (0,3%) de finales del primer semestre.

El ligero avance de los pasivos del sector, unido a la estabilidad de sus rentas, se tradujo en un leve ascenso de la ratio de endeudamiento entre marzo y junio, que alcanzó el 127% de la RBD (véase gráfico 24). Por el contrario, la ratio de carga financiera continuó descendiendo (en esta ocasión, 0,5 pp) hasta situarse ligeramente por debajo del 16% de la RBD, debido al retroceso del coste medio de los préstamos vivos. El ahorro del sector una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos y la capacidad de financiación volvieron a caer, por segundo trimestre consecutivo (véase cuadro 6). Por su parte, durante este período la riqueza neta de las familias experimentó un ligero retroceso como consecuencia de la reducción del componente inmobiliario (asociado al descenso del precio de la vivienda) y de la pérdida de valor de los activos financieros, en un contexto de caída de las cotizaciones bursátiles.



Por lo que se refiere a las decisiones de cartera, según la información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al segundo trimestre del año en curso, la inversión de los hogares en activos financieros, medida en términos acumulados anuales y en porcentaje del PIB, aumentó ligeramente respecto a marzo (0,3 pp, hasta el 4,2% del PIB; véase cuadro 7). Por instrumentos, destacó el retroceso del flujo materializado en medios de pago, que, en términos del PIB, se redujo 1,5 pp, en beneficio del resto de depósitos, en un contexto de mayor retribución de estos, y de las acciones.

Los datos más recientes de la ratio de morosidad de los hogares, correspondientes al segundo trimestre de 2010, muestran un ligero descenso, al que podría haber contribuido tanto la moderación de la carga financiera como la ralentización en el ritmo de destrucción de empleo. Así, dicho indicador se redujo tanto en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda (0,14 pp, hasta situarse en el 2,6%) como en el de los destinados a consumo y otros fines (0,32 pp, hasta alcanzar el 6,89%).

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Entre junio y septiembre de 2010, los costes de financiación bancaria de las sociedades asociados a los créditos de menos de un millón de euros ascendieron 14 pb, mientras que los de cuantía superior a este importe se mantuvieron estables. También se elevó el coste de las emisiones de valores de renta fija de las empresas a corto plazo (54 pb), mientras que el de los de vencimiento a largo descendió 50 pb, tras el importante ascenso de los meses anteriores. En cambio, el de la renta variable se mantuvo en niveles similares a los de finales del segundo trimestre. Por otra parte, de acuerdo con la EPB de octubre, los criterios de concesión de créditos a empresas se habrían mantenido estables durante el verano, mientras que la demanda de fondos de estas habría descendido, rompiendo así con la estabilidad que había presentado en los tres trimestres anteriores y con las expectativas de expansión que tenían las entidades. De cara a los últimos meses de 2010, estas prevén ligeros endurecimientos en la oferta crediticia a este sector.

La deuda de las sociedades ha continuado contrayéndose, manteniéndose su crecimiento interanual en el -1,8% en agosto, el mismo registro que en junio. No obstante, la evolución por instrumentos fue heterogénea. Así, se prolongó la senda de moderación del ritmo de descenso del crédito concedido por las entidades residentes iniciada en mayo, que se situó en el 2,2% (frente al 2,9% de junio), mientras que los recursos captados mediante valores de renta fija, alternativa utilizada fundamentalmente por empresas de gran tamaño y con un peso reducido en el total de los fondos ajenos, mostraron una importante desaceleración, de forma que su tasa de expansión fue del 26,6%, frente al 43,9% de mediados de año.

La información más reciente del crédito por finalidades, referida al segundo trimestre de 2010, refleja una moderación en el retroceso de la financiación bancaria concedida a la mayoría de las ramas de actividad (la de servicios inmobiliarios fue la única excepción, al mantener un ritmo de descenso interanual próximo al 0,5%, similar al de tres meses antes). La mayor contracción se observó, nuevamente, en la construcción, cuya tasa de avance interanual se situó en el -8% (3,9 pp por encima de la de marzo), mientras que los servicios no inmobiliarios fueron el único sector que presentó un crecimiento positivo en comparación con el mismo período del año anterior (1,8%, frente al -1,1% de marzo).

En línea con esta evolución, la información de Cuentas Financieras del segundo trimestre de 2010 muestra que el saldo de las operaciones financieras netas del sector de sociedades volvió a ser positivo, alcanzando, en términos acumulados de doce meses, un valor equivalente al 1,7% del PIB, 0,7 pp más que en marzo. Análogamente, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto

% del PIB	2006	2007	2008	2009			2010	
				IV TR	I TR		II TR	
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>								
Operaciones financieras (activos)	11,1	7,2	2,7	4,5	3,9	4,2		
Medios de pago	3,1	-1,0	-0,4	4,1	3,3	1,7		
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	5,9	7,5	6,8	-1,2	-0,8	0,3		
Acciones y otras participaciones (b)	-1,1	0,5	-0,2	1,2	1,0	1,5		
Fondos de inversión	0,2	-1,1	-3,4	0,0	0,0	-0,4		
Reservas técnicas de seguros	1,8	0,9	0,2	1,0	0,9	0,7		
<i>De las cuales:</i>								
<i>De vida</i>	0,6	0,2	-0,2	0,6	0,5	0,3		
<i>De jubilación</i>	1,0	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4		
Resto	1,1	0,4	-0,3	-0,5	-0,4	0,3		
Operaciones financieras (pasivos)	12,7	9,1	2,4	-1,3	-1,0	0,4		
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,0	9,4	3,4	-0,5	-0,1	0,6		
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	10,0	7,1	2,7	0,1	0,3	0,7		
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	3,0	2,1	0,8	-0,4	-0,2	0,1		
Resto	-0,2	-0,3	-1,0	-0,8	-0,8	-0,1		
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>								
Operaciones financieras (activos)	25,1	14,3	5,1	-7,3	-5,0	1,6		
Medios de pago	2,3	-0,4	-1,1	-0,2	0,1	1,0		
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,3	2,0	2,3	-0,5	-0,5	-0,5		
Acciones y otras participaciones	11,3	7,8	3,2	-0,6	-0,5	0,1		
<i>De las cuales:</i>								
<i>Frente al resto del mundo</i>	8,3	6,6	3,1	0,0	0,2	0,6		
Crédito comercial e interempresas	8,3	3,4	0,1	-6,3	-3,8	1,3		
Resto	0,9	1,5	0,6	0,3	-0,3	-0,3		
Operaciones financieras (pasivos)	34,5	25,8	12,1	-6,1	-6,0	0,0		
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	17,6	13,8	5,5	-3,0	-3,7	-2,7		
Préstamos exteriores	3,3	2,8	2,8	-0,1	-0,9	-1,8		
Valores de renta fija (d)	1,8	0,5	0,3	1,3	1,3	1,7		
Acciones y otras participaciones	2,9	4,8	2,6	1,3	1,0	1,1		
Crédito comercial e interempresas	8,4	4,3	-0,1	-6,3	-3,8	1,3		
Resto	0,6	-0,5	1,0	0,7	0,1	0,3		
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>								
Financiación (e)	24,2	15,5	6,4	-1,0	-1,5	-0,8		
Hogares e ISFLSH	19,6	12,5	4,4	-0,3	0,1	0,9		
Sociedades no financieras	27,9	17,7	7,9	-1,5	-2,6	-2,0		

FUENTE: Banco de España.

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

de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, presentó, nuevamente, un importe negativo, y algo mayor, en valor absoluto, al observado en junio (2%, frente al 1,3% de marzo).

Las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional sobre los excedentes empresariales, correspondientes al segundo trimestre de 2010, muestran que estos se mantuvieron, en términos acumulados de doce meses, en niveles similares a los de marzo. Como resultado de esta evolución de los ingresos, y la estabilidad que, en términos intertrimestrales, se observó para los pasivos del sector, la ratio de endeudamiento de las sociedades apenas varió (véase gráfico 25). No obstante, el retroceso en el coste medio de la deuda en balance se volvió a reflejar en una caída de la ratio de carga financiera.

Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, los datos correspondientes al segundo trimestre de 2010 evidencian una continuidad en la pauta de recuperación de las rentas iniciada a finales de 2009. Así, en el primer semestre de 2010 el resultado ordinario neto de estas empresas creció un 9,3% con respecto al mismo período del año anterior, contrastando, así, con la contracción superior al 25% observada en los seis primeros meses del pasado ejercicio. En línea con estos desarrollos, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios aumentó (y lo hizo de forma especialmente notable en la industria) y alcanzó el 7%, 0,6 pp por encima del registro de junio de 2009, y el porcentaje de sociedades para las que esta ratio se sitúa en valores negativos se redujo más de 5 pp. Esta evolución estuvo acompañada de un ascenso moderado en los niveles de deuda, de forma que la ratio de endeudamiento se elevó ligeramente, a pesar de lo cual la carga financiera disminuyó. Como resultado conjunto de estos cambios, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo descendieron (en el caso del primero, por tercer trimestre consecutivo), de forma especialmente acusada en la industria. De acuerdo con las perspectivas de los analistas, esta evolución positiva de las rentas se prolongaría en los próximos meses, ya que han revisado al alza sus expectativas con respecto a la senda de los beneficios de las empresas cotizadas a corto y, sobre todo, a largo plazo (véase gráfico 26).

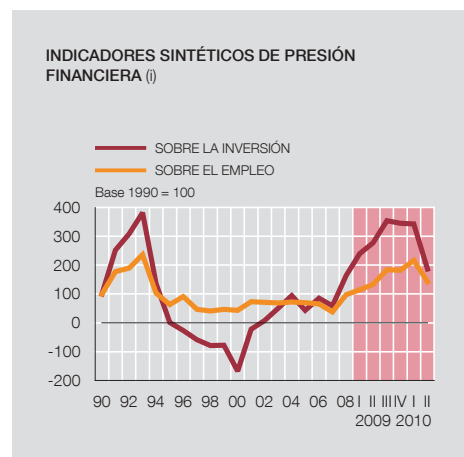
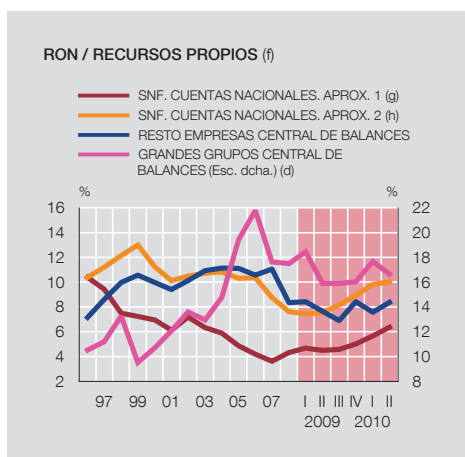
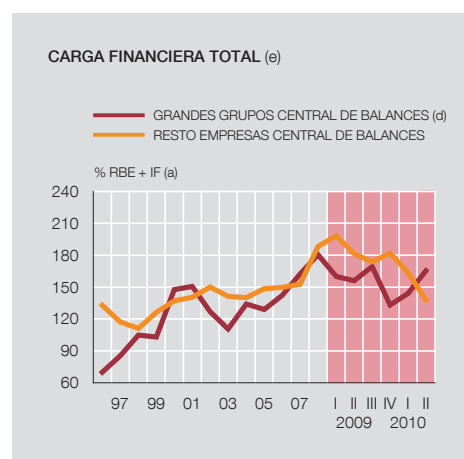
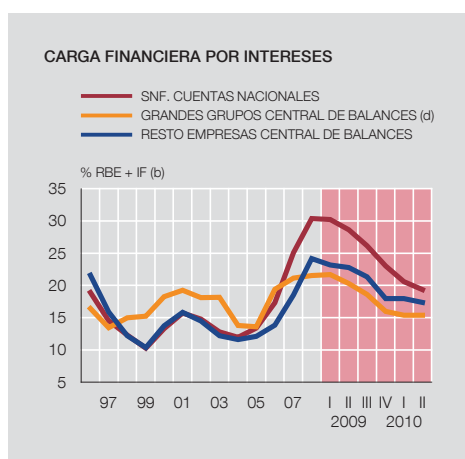
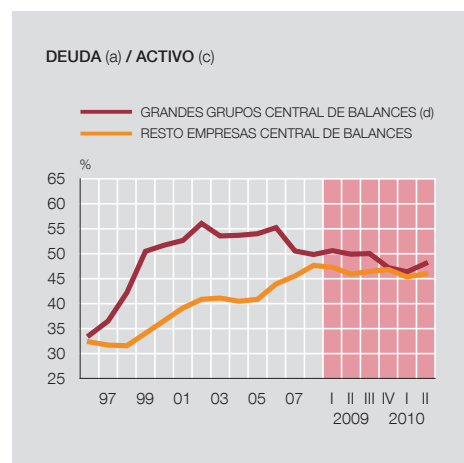
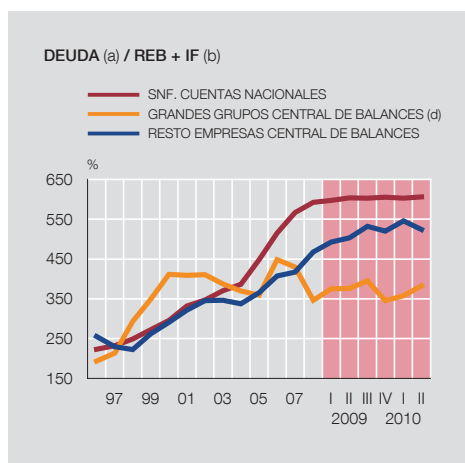
La ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó elevándose durante el segundo trimestre de 2010. Este ascenso se explica por el comportamiento del crédito tanto a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio se incrementó 27 pb y alcanzó el 10,8%, como a las del resto de ramas, para las que este indicador aumentó 12 pb, hasta el 3,8%.

#### **5.4 Las Administraciones Públicas**

En el segundo trimestre de 2010, las necesidades de financiación de las AAPP se redujeron ligeramente, en términos acumulados anuales, hasta situarse en el 11% del PIB, 0,5 pp menos que en marzo (véase cuadro 6).

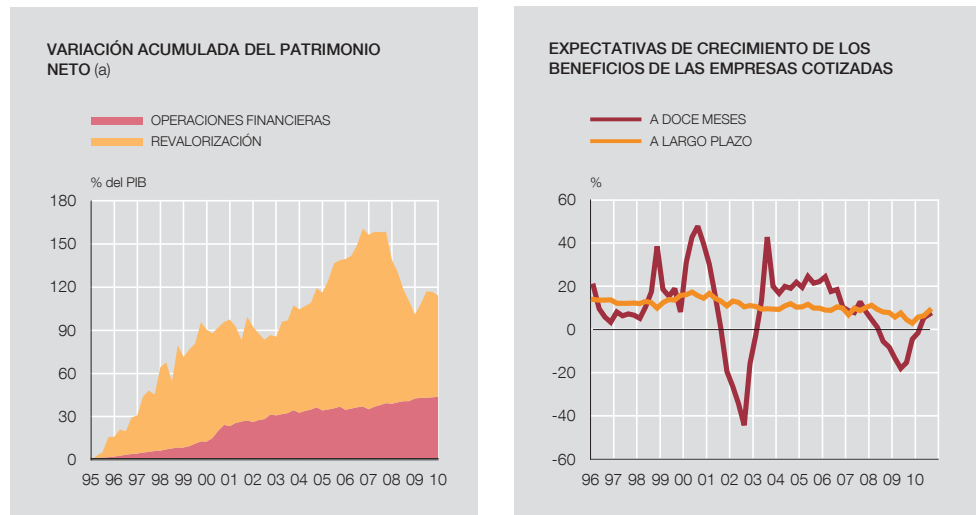
La principal vía de financiación del déficit de las AAPP continuó siendo la emisión de títulos de renta fija, mediante la cual se captó en el segundo trimestre de 2010, en términos acumulados anuales, un volumen neto de fondos equivalente al 9% del PIB (véase gráfico 27). De nuevo, el grueso de estas colocaciones se materializó en valores con vencimiento superior al año, mientras que volvió a reducirse el peso relativo de las de corto plazo. Los recursos obtenidos mediante préstamos siguieron suponiendo un importe modesto, ligeramente superior al del trimestre previo (algo por encima del 0,7% del PIB). Por la parte del activo, el saldo de los depósitos volvió a reducirse en términos interanuales.

A pesar de la moderación en el ritmo de avance del endeudamiento de las AAPP, este sigue siendo elevado (17,9%, en agosto), lo que, unido al escaso dinamismo del producto, se ha



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

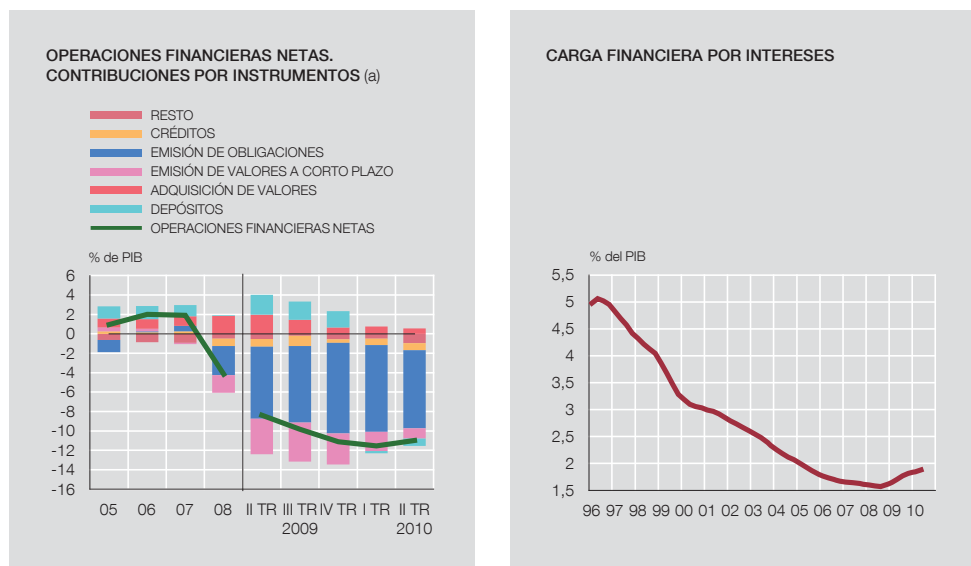


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**

**Datos acumulados de cuatro trimestres**



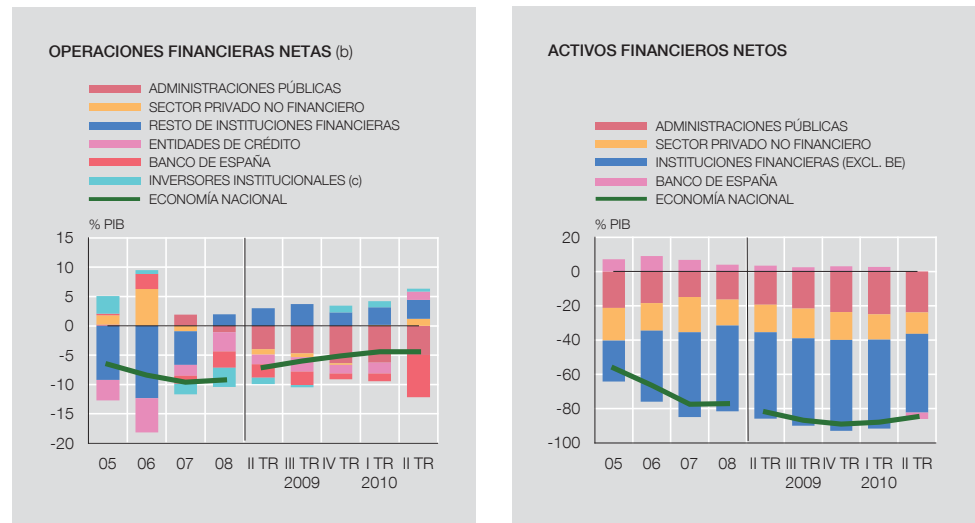
FUENTE: Banco de España.

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

traducido en un nuevo incremento de la ratio de deuda sobre PIB, que se situaba en junio algo por debajo del 57%, 2 pp más que en marzo. No obstante, el reducido nivel de los costes de financiación ha permitido atenuar el aumento de la carga financiera asociada a estos pasivos, que se situaba a mediados de año en torno al 1,9% del PIB.

**5.5 La posición financiera frente al exterior**

En el segundo trimestre de 2010 se detuvo la senda descendente que se había observado desde mediados de 2008 en las necesidades de financiación de la nación, que se mantuvieron en el 4,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Esta evolución resultó



FUENTE: Banco de España.

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

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

c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

de un ascenso del saldo acreedor de las sociedades no financieras y una disminución de la posición deudora de las AAPP, que fueron compensados por la reducción de la capacidad de financiación de los hogares, mientras que la de las instituciones financieras apenas varió.

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al exterior muestra que durante el segundo trimestre de 2010 únicamente las AAPP consiguieron captar, en términos netos acumulados de doce meses, capital foráneo, y por un importe inferior al del semestre previo (véase gráfico 28). En cambio, las entidades de crédito, que tradicionalmente han canalizado recursos del resto del mundo hacia nuestra economía, tuvieron muchas dificultades para financiarse en los mercados internacionales como consecuencia de las tensiones derivadas de la crisis de la deuda soberana, y sus operaciones financieras netas frente a los no residentes pasaron a presentar un saldo acreedor equivalente al 1,5% del PIB. De este modo, como los fondos captados por las AAPP fueron insuficientes para cubrir el exceso de gasto de la nación en relación con los ingresos, los activos netos del Banco de España frente al exterior registraron una importante reducción, equivalente al 7,2% del PIB (en términos acumulados de doce meses), el volumen más elevado registrado desde que está disponible la serie histórica (mediados de los noventa). De acuerdo con la información incompleta del tercer trimestre procedente de la Balanza de Pagos (que cubre hasta agosto), esta tendencia habría revertido en los meses posteriores, en un contexto de recuperación de la confianza de los inversores internacionales en la economía española.

La información sobre los flujos financieros frente al exterior del segundo trimestre de 2010 muestra las dificultades que tuvo la economía española de captar fondos en el resto del mundo durante este período en el que se produjeron tensiones importantes en los mercados. Así, las entradas de capital apenas alcanzaron un 2,3% del PIB (en términos acumu-

% del PIB	2006	2007	2008	2010		
				IV TR	I TR	II TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-8,4	-9,6	-9,2	-5,1	-4,4	-4,4
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,1	14,7	2,4	-0,2	-0,1	-2,1
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	5,2	2,1	-0,3	-1,8	-1,5	-0,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,4	4,2	-0,5	-1,7	-1,6	-1,0
Valores distintos de acciones	-1,2	1,6	1,3	0,0	-0,3	-3,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	-2,0	1,8	1,6	1,3	0,7	-2,0
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,7	0,0	-1,3	-0,4	-0,1	-1,0
Acciones y otras participaciones	10,8	8,8	1,9	1,5	1,3	1,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	8,3	6,6	3,1	0,0	0,2	0,6
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,2	-1,1	-1,6	0,3	0,7	1,0
Préstamos	2,1	1,2	0,8	0,2	0,0	-0,7
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	26,5	24,3	11,6	4,9	4,3	2,3
Depósitos	0,3	7,3	9,0	0,9	0,6	2,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,6	6,7	6,2	0,7	-0,6	-4,8
Valores distintos de acciones	21,3	8,1	-2,6	3,8	3,3	0,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,0	-1,3	1,2	5,1	5,5	4,1
<i>Entidades de crédito</i>	8,0	3,6	-1,9	1,1	0,9	-0,4
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	12,3	5,8	-1,9	-2,4	-3,0	-3,2
Acciones y otras participaciones	0,5	4,6	3,3	0,9	1,4	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	0,1	4,7	2,4	0,1	0,4	0,4
Préstamos	3,5	3,1	2,7	0,3	-0,5	-1,2
Otros neto (c)	-0,4	0,3	0,5	-0,8	-1,0	-1,5
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	8,4	9,5	4,7	0,6	-0,9	-0,7
Inversión directa del exterior en España	2,5	4,5	4,6	0,5	0,7	-0,3

FUENTE: Banco de España.

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

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

lados de doce meses), 2 pp menos que tres meses antes (véase cuadro 8). Por instrumentos, el grueso de estos fondos se canalizó a través de depósitos, y, en concreto, mediante el recurso al Eurosistema por parte de las entidades de crédito, cuyo flujo anual ascendió al 6,7% del PIB, compensando, de este modo, el descenso del saldo de la financiación procedente del mercado interbancario. En esta misma línea, la inversión directa del exterior en España pasó a ser ligeramente negativa, por un importe equivalente al 0,3% del PIB, lo que supone un retroceso de 1 pp con respecto a marzo.

Por su parte, las salidas de capital volvieron a presentar un signo negativo, en términos acumulados de doce meses, por un valor del -2,1% del PIB (frente al -0,1% de marzo). Por

instrumentos, cabe destacar la desinversión neta en valores de renta fija, por importe equivalente al 3,9% del PIB. Los flujos de inversión directa de España en el exterior también fueron negativos, al igual que en el trimestre anterior, por una cuantía similar a la observada entonces (-0,7% del PIB).

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros con el resto del mundo y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española equivalía al 85% del PIB en junio de 2010, 3 pp por debajo del registro de marzo (véase gráfico 28). Por sectores institucionales, esta evolución fue el resultado, fundamentalmente, del descenso del saldo deudor frente a los no residentes de las instituciones financieras (excluido el Banco de España), del sector privado no financiero y de las AAPP, que solo fue compensado en parte por la reducción de 6,4 pp de la posición acreedora, que pasó a ser deudora, del Banco de España.

29.10.2010.





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

Este artículo ha sido elaborado por Maristela Mulino, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

En este artículo se presentan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de octubre de 2010, correspondientes a las diez instituciones españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro<sup>1</sup>. Esta edición de la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda de crédito en el tercer trimestre de 2010, así como sobre las perspectivas de los encuestados para los tres meses finales del año. En esta ocasión, se mantienen las preguntas ad hoc recogidas en los dos cuestionarios anteriores, las cuales hacen referencia a los cambios en la situación de los mercados mayoristas de financiación y a su impacto sobre el coste de los fondos propios y sobre la disposición de las entidades a conceder nuevos préstamos.

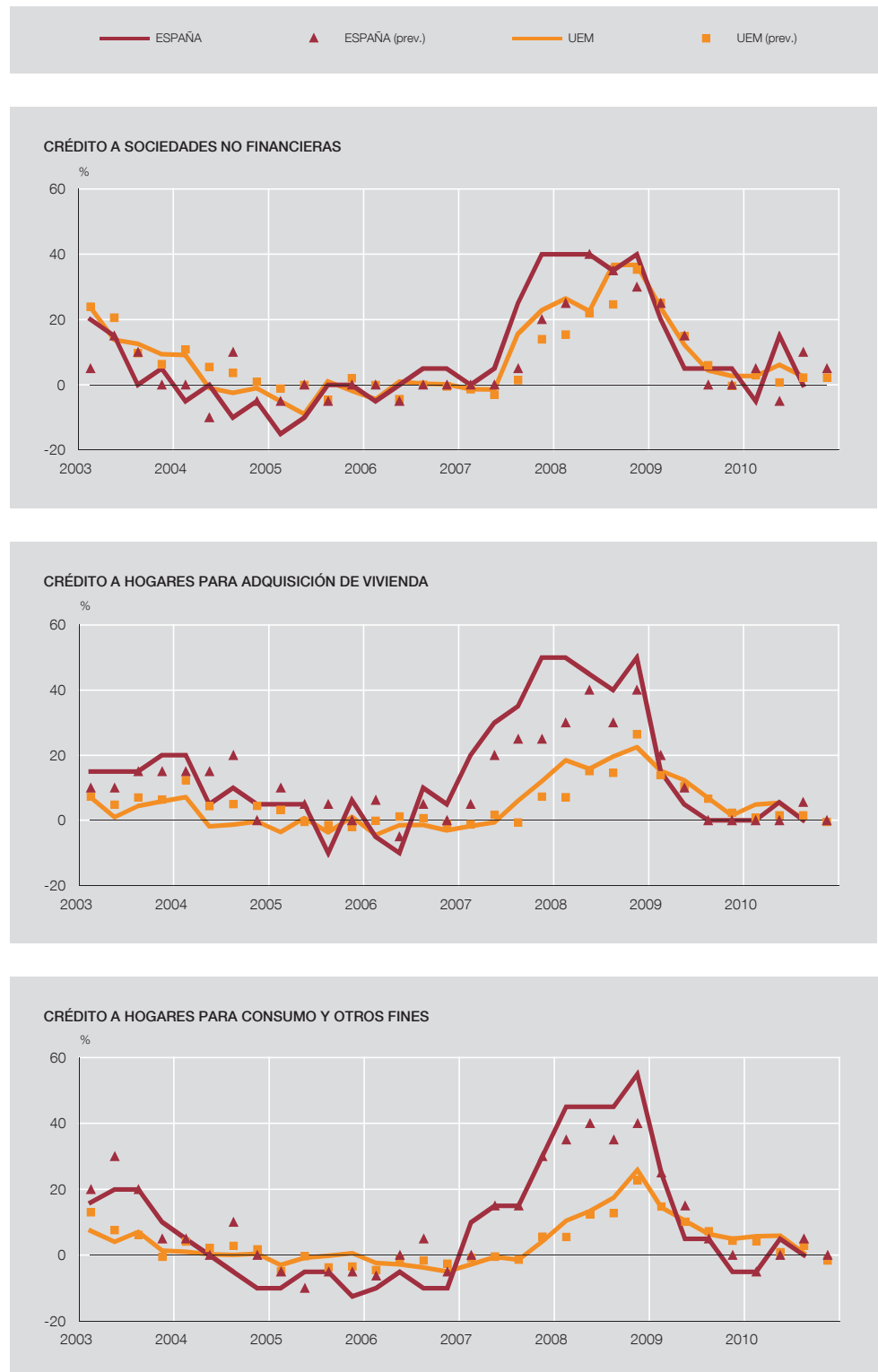
De los resultados obtenidos, se desprende que el tercer trimestre de 2010 se ha caracterizado por la estabilidad de la oferta de préstamos en España, en los tres segmentos analizados: sociedades, hogares para adquisición de vivienda y hogares para consumo y otros fines. Esta situación contrasta con el endurecimiento observado tres meses antes y con el esperado entonces para el período veraniego (véase gráfico 1). En el conjunto de la UEM, la oferta evolucionó de forma similar. Asimismo, de cara a los meses finales del año, las entidades encuestadas, en una y otra área geográfica, esperaban pocos cambios en los criterios de aprobación de nuevos créditos.

La demanda de crédito tuvo un comportamiento algo más contractivo que en el trimestre anterior en España, mientras que en el conjunto de la UEM las variaciones fueron poco significativas (véase gráfico 2). Así, en nuestro país, las peticiones de fondos descendieron en todos los segmentos, lo que contrasta con la estabilidad observada tres meses antes de las procedentes de sociedades y de hogares para consumo y otros fines, y el crecimiento de las ligadas a adquisiciones de inmuebles por parte de las familias. En relación con estas últimas, cabe señalar que, según algunas de las entidades encuestadas, su evolución se habría visto afectada negativamente por el incremento del IVA, a partir de julio de este año. En el área del euro, se observó un aumento de la demanda de las empresas, aunque menor de lo esperado, y la de las familias o bien se redujo (en el caso de la financiación para consumo y otros fines) o bien se incrementó a un ritmo menor que en el segundo trimestre (en la relativa a vivienda). De cara al trimestre en curso, en una y otra área, los intermediarios que participan en la Encuesta esperan un aumento en las peticiones de fondos, a excepción de las solicitudes para el consumo en España, que permanecerían sin cambios. La dispersión de las respuestas de las instituciones en nuestro país fue nula en cuanto a las variaciones en los criterios de aprobación, siendo más elevada en lo relativo a las solicitudes de préstamos para adquisición de inmuebles (véase gráfico 3).

Las contestaciones a las preguntas ad hoc muestran una evolución menos negativa de las condiciones de acceso a los mercados financieros al por mayor en el tercer trimestre, en comparación con lo observado en los tres meses anteriores (véase gráfico 4). De hecho, en el

---

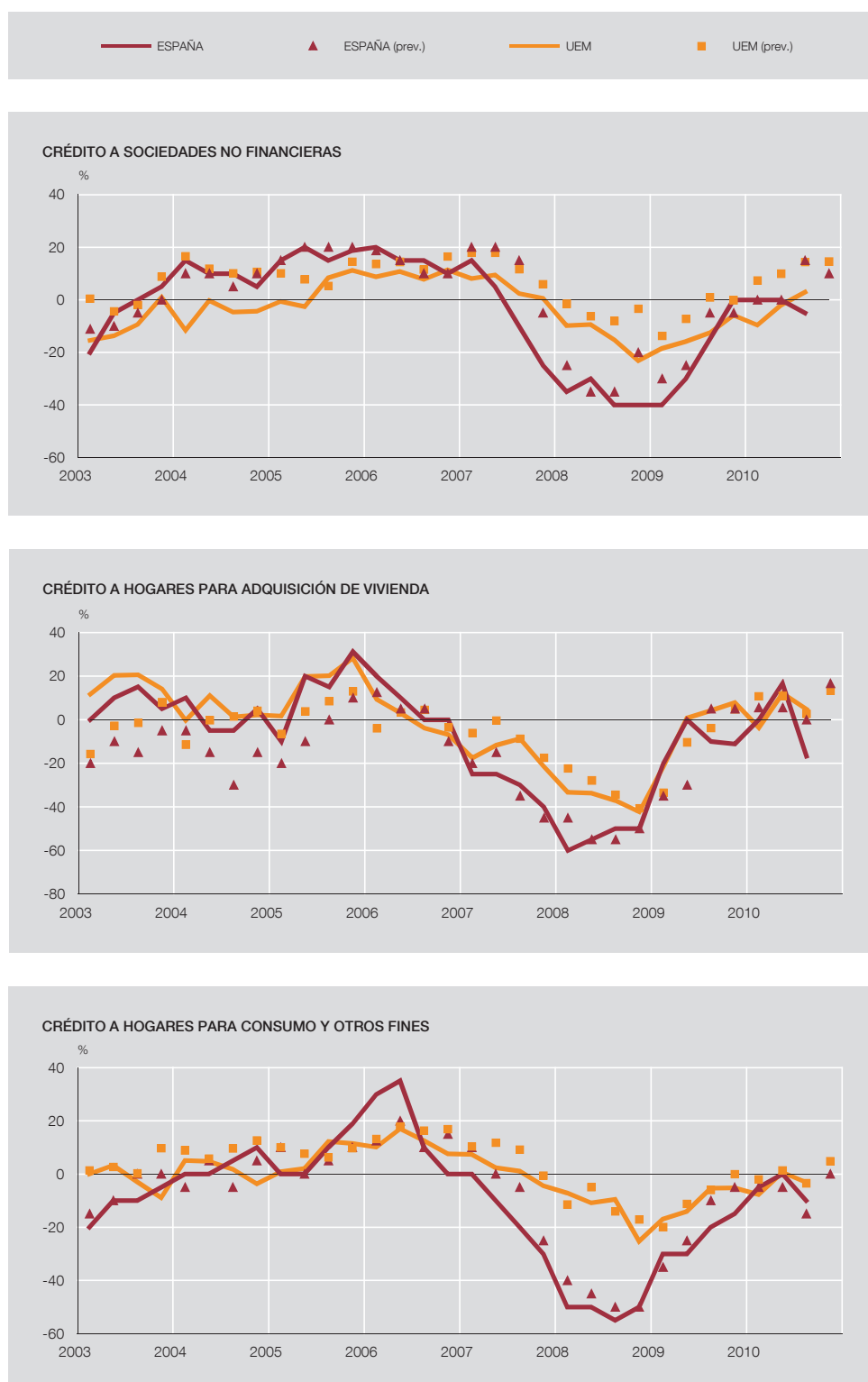
1. Un análisis más detallado de los resultados para el área del euro en su conjunto puede encontrarse en las sucesivas notas periódicas del BCE, contenidas en su dirección de Internet (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>). Para un mayor detalle sobre la naturaleza de la EPB, véase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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

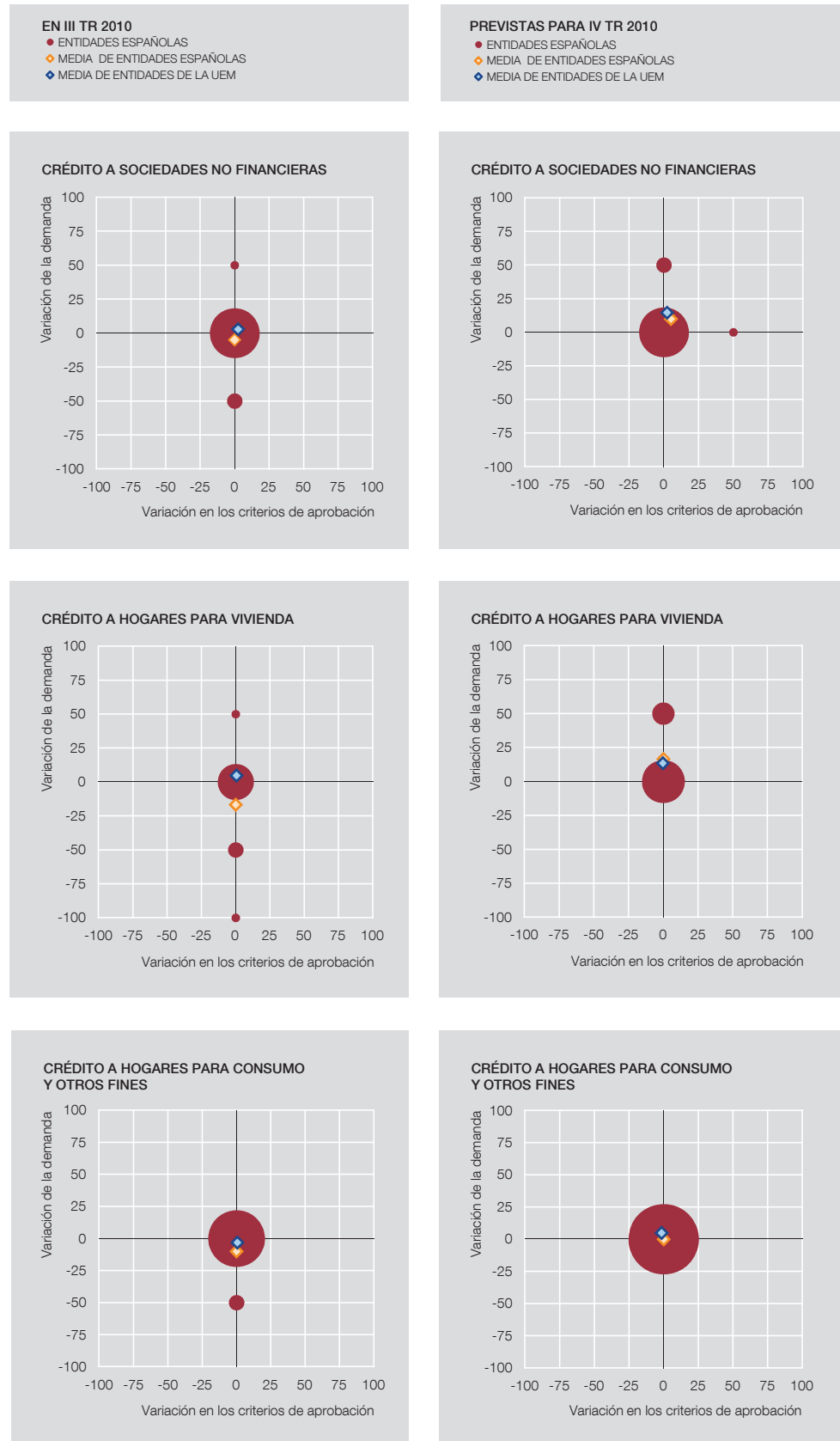
b. Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas el trimestre anterior, por las entidades encuestadas, para el trimestre correspondiente.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

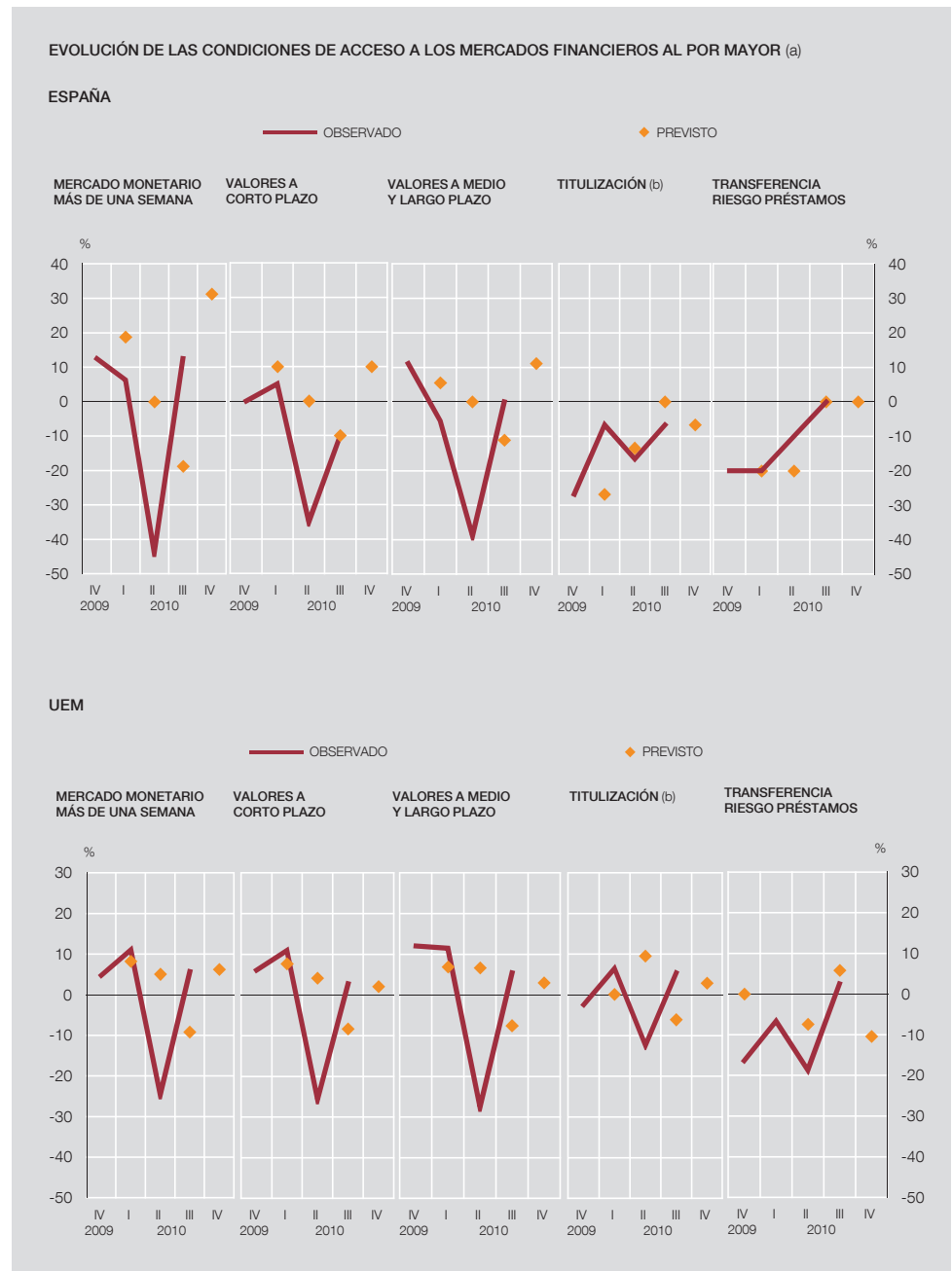
a. Indicador = % de entidades que señalan un aumento considerable x 1 + % de entidades que señalan un cierto aumento x 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso x 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable x 1.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Indicador = % de entidades que han apreciado una mejora en su acceso al mercado × 1 + % de entidades que han apreciado cierta mejora × 1/2 - % de entidades que han apreciado cierta empeoramiento × 1/2 - % de entidades que han apreciado un empeoramiento considerable × 1.
- b. Media de titulización de préstamos a empresas y para adquisición de vivienda.

área del euro se produjo una recuperación en todos los segmentos considerados. En España, mejoró el acceso a la financiación en los mercados monetarios, al tiempo que, en el resto de instrumentos, o bien las condiciones se mantuvieron estables, o bien se deterioraron en mucha menor medida que en el período precedente.

Pasando a un análisis más detallado del cuestionario regular (véase cuadro 1), se observa que, en España, la estabilidad de la oferta para las sociedades en su conjunto se mantiene, en todos los casos, cuando se desagrega por plazo del préstamo y tamaño de la empresa. Esta evolución se explicaría, sobre todo, por la desaparición del impacto contractivo derivado de las dificultades en el acceso a las fuentes de financiación mayorista y de la situación de liquidez de las entidades, factores que marcaron el comportamiento restrictivo de la oferta en el trimestre precedente. A ello se uniría el efecto nulo del resto de factores determinantes considerados en la Encuesta, salvo las expectativas generales sobre la evolución de la economía, que volvieron a empeorar ligeramente, aunque en menor medida que en el período anterior. En este contexto, las condiciones de los préstamos prácticamente no variaron, a excepción de los márgenes aplicados, tanto a los préstamos ordinarios como, especialmente, a los que conllevan mayor riesgo, que aumentaron. En el caso de las grandes compañías, el incremento registrado por estos últimos fue algo más acusado, al tiempo que también se ampliaron ligeramente las garantías exigidas y se recortaron los plazos de vencimiento. En la UEM, la capacidad de financiación en los mercados y la situación de liquidez de las entidades también tuvieron menor impacto contractivo que tres meses antes, aunque su importancia fue menor que en nuestro país. El resto de factores tuvieron efectos, en general, pequeños, lo que conllevó unos criterios de aprobación que fueron solo marginalmente más exigentes. Las condiciones de los préstamos se endurecieron también, en general de forma moderada, en línea con lo ocurrido en el trimestre precedente.

La demanda de crédito de las empresas, según las entidades españolas encuestadas, disminuyó, concentrándose la caída en las grandes compañías y en las operaciones a plazos más largos. Esta evolución habría estado determinada por una nueva reducción en las peticiones de financiación para acometer inversiones en capital fijo, parcialmente contrarrestada por el incremento, cada vez menor, de las solicitudes para reestructuración de la deuda. En la UEM, por el contrario, la demanda se incrementó, aunque ligeramente, tras más de dos años de descensos continuados. A ello contribuyeron, de forma positiva, la financiación de las existencias y de las operaciones de reestructuración, y, negativamente, si bien en menor medida que tres meses antes, los recursos demandados para financiar nuevas inversiones en capital fijo.

En los préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda, como ya se ha mencionado, no se observaron variaciones en los criterios de aprobación aplicados por las entidades españolas, puesto que el impacto negativo de los costes de financiación y de la disponibilidad de fondos desapareció en este tercer trimestre, y el resto de factores de oferta considerados para este segmento tuvo un efecto nulo. Sin embargo, siguieron endureciéndose ligeramente los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a aquellos otros con mayor riesgo, si bien lo hicieron en menor medida que en la encuesta precedente. El resto de condiciones permaneció sin cambios. En la UEM, se registró una evolución similar. Por su parte, la demanda de este tipo de financiación se redujo de forma apreciable en nuestro país, como resultado de un empeoramiento en las perspectivas de los compradores sobre el mercado de la vivienda, de un deterioro en la confianza de los consumidores y de la entrada en vigor, en el pasado mes de julio, del incremento del IVA, factor no incluido en la Encuesta, pero que fue señalado por varias entidades. En el área del euro, las peticiones continuaron aumentando, pero en menor medida que tres meses antes, influidas por el deterioro de la confianza de los consumidores y por la competencia de otras entidades.

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.											
RESULTADOS GENERALES:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	15	3
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	15	0
Préstamos a largo plazo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	17	4
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	2
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	1
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	4
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	5
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	4
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	1
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	20	10
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	1
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	3
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	6
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
PREVISIONES DE OFERTA											
En general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	2
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	-1
Préstamos a largo plazo	0	1	8	0	0	1	11	6	17	22	3
DEMANDA											
En general	0	2	7	1	0	0	-10	-5	28	0	3
Préstamos a corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	24	0	6
Préstamos a largo plazo	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-6	3
FACTORES DE DEMANDA											
Inversiones en capital fijo	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-10	-8
Existencias y capital circulante	0	1	8	1	0	0	0	0	24	-5	8
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-6	-3
Reestructuración de la deuda	0	0	7	3	0	0	30	15	24	20	9
Financiación interna	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Emisión de valores de renta fija	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	-1
Emisión de acciones	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
PREVISIONES DE DEMANDA											
En general	0	0	8	2	0	0	20	10	21	15	15
Préstamos a corto plazo	0	0	9	1	0	0	10	5	16	10	15
Préstamos a largo plazo	0	0	8	1	0	1	11	6	17	6	10



	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	15	4
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	15	2
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	15	1
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-3
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	3
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	5
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	4
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	10	5	16	20	2
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	25	11
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	1
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	2
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	4
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4
PREVISIONES DE OFERTA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	2
DEMANDA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	8	1	0	0	0	0	24	-5	4
PREVISIONES DE DEMANDA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	7	3	0	0	30	15	24	20	16
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRANDES EMPRESAS:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
Préstamos a grandes empresas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	17	3
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	4
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	17	3
Situación de liquidez de la entidad	0	0	9	0	0	1	0	0	0	17	2
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	8	0	0	1	11	6	17	11	2
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	8	0	0	1	11	6	17	11	5
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	4
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	0	9	0	0	1	0	0	0	17	0
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	5	4	0	0	1	56	28	26	39	12
Gastos, excluidos intereses	0	0	9	0	0	1	0	0	0	11	1
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	9	0	0	1	0	0	0	11	4
Garantías requeridas	0	1	8	0	0	1	11	6	17	17	5
Compromisos asociados al préstamo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	1
Plazo de vencimiento	0	1	8	0	0	1	11	6	17	11	3
PREVISIONES DE OFERTA											
Préstamos a grandes empresas	0	2	7	0	0	1	22	11	22	17	2
DEMANDA											
Préstamos a grandes empresas	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-6	1
PREVISIONES DE DEMANDA											
Préstamos a grandes empresas	0	0	8	1	0	1	11	6	17	6	11

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	1
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	2
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-3
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-2
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	8	0	0	1	11	6	17	11	0
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	2	7	0	0	1	22	11	22	17	6
Garantías requeridas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
Plazo de vencimiento	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Gastos, excluidos intereses	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
PREVISIONES DE OFERTA	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	0
DEMANDA	1	2	5	1	0	1	-22	-17	43	17	5
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	6	3
Confianza de los consumidores	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	-6	-4
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Ahorro de las familias	0	0	8	1	0	1	11	6	17	6	1
Préstamos de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-2
Otras fuentes de financiación	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
PREVISIONES DE DEMANDA	0	0	6	3	0	1	33	17	25	0	14
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	1
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	2
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Solvencia de los consumidores	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	4
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	2	8	0	0	0	20	10	21	20	4
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	2
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
PREVISIONES DE OFERTA	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	-2
DEMANDA	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	0	-3
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	5	-5
Confianza de los consumidores	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	-3
Adquisición de valores	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Ahorro de las familias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
PREVISIONES DE DEMANDA	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-15	5

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

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

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

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)		
	--	-	o	+	++	NA		En t	En t-1	UEM en t
CAMBIO EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. ÚLTIMOS TRES MESES										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	1	5	2	1	0	22	17	-44	9
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	1	4	3	0	0	25	13	-44	6
Valores distintos de acciones a corto plazo	1	1	7	1	0	0	-10	-10	-35	3
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	2	5	2	0	0	0	0	-39	5
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	1	6	0	0	0	-14	-7	-14	5
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	1	7	0	0	0	-13	-6	-19	6
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	0	6	0	0	0	0	0	-10	3
CAMBIO EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. PRÓXIMOS TRES MESES										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	0	5	4	0	0	44	22	-19	7
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	0	3	5	0	0	63	31	-19	6
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	1	6	3	0	0	20	10	-10	2
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	1	5	3	0	0	22	11	-11	3
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	1	6	0	0	0	-14	-7	0	2
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	1	7	0	0	0	-13	-6	0	4
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	0	6	0	0	0	0	0	0	5
INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. ÚLTIMOS TRES MESES										
Influencia en el coste de los fondos propios	2	5	3				70	45	40	37
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	1	5	4				60	35	30	24
INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. PRÓXIMOS TRES MESES										
Influencia en el coste de los fondos propios	2	5	3				70	45	40	38
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	1	4	5				50	30	30	24

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

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

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

Los criterios de aprobación de nuevos préstamos a los hogares, para consumo y otros fines, no experimentaron cambios durante el período analizado en el caso de España, por las mismas razones que en el caso de las operaciones para adquisición de vivienda. Adicionalmente, se moderó el endurecimiento de los márgenes aplicados y, por primera vez desde 2007, dejaron de ampliarse las garantías requeridas para este tipo de crédito. En el área del euro, tampoco se observaron variaciones significativas en la oferta. La demanda, en línea con las expectativas previas de las entidades, experimentó una ligera caída en las dos áreas, producto, principalmente, de la reducción del gasto en bienes duraderos —que había tenido una contribución positiva durante los dos primeros trimestres de 2010 en España—, y del empeoramiento de la confianza de los consumidores.

En las contestaciones a las preguntas ad hoc las entidades españolas declararon que, en comparación con el segundo trimestre de 2010, se habría producido una mejora en las condiciones de acceso a los mercados monetarios, una estabilización en las relativas a los mercados de valores de renta fija con vencimiento superior al año y en los de transferencia de riesgo de crédito, y tan solo un modesto deterioro en los de instrumentos a corto plazo y en las titulaciones (véase cuadro 2). Para la UEM, la evolución fue aún más positiva, puesto que el indicador sobre el cambio en las condiciones de acceso a la financiación experimentó, entre el segundo y tercer trimestre del año, un cambio de signo en todos los mercados considerados. A pesar de ello, en la segunda de las cuestiones ad hoc, las entidades de ambas áreas indicaron que, entre julio y septiembre, la situación en los mercados financieros volvió a tener una influencia negativa sobre el coste de los fondos propios y sobre su disposición a conceder nuevos préstamos.

De cara al trimestre en curso, las entidades encuestadas no anticipaban cambios significativos en los criterios de aprobación. Así, estos registrarían un ligero endurecimiento en los préstamos a las sociedades —si bien no a las pymes en España, ni tampoco en las operaciones a corto plazo en ambas áreas—, y un mantenimiento en el crédito a los hogares —excepto en la financiación al consumo para el área del euro, que presentaría una modesta relajación—. Por el lado de la demanda, preveían un aumento en las solicitudes de fondos de las compañías —algo mayor en la UEM y en las empresas de menor tamaño— y en las de los hogares para adquisición de vivienda. Las peticiones de financiación para consumo y otros fines aumentarían también en el área del euro, pero permanecerían sin cambios en nuestro país. Por último, el acceso a la financiación en los mercados mejoraría en general, tanto en la UEM como en España, aunque en este último caso no en las operaciones de titulización.

22.10.2010.

LA EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS Y LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL  
DURANTE LA CRISIS ECONÓMICA

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Martínez Carrascal y Maristela Mulino Ríos, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

La crisis por la que atraviesa la economía española está teniendo un gran impacto sobre la actividad económica, el empleo y los beneficios de las sociedades no financieras, que puede limitar la capacidad de las compañías para hacer frente a las deudas contraídas, reducir las posibilidades de acometer nuevos proyectos de inversión y, en los casos más extremos, llevar al cierre de empresas, lo que tendría consecuencias negativas sobre el tejido productivo.

En este contexto, en este artículo se analiza la evolución reciente de los beneficios y de la rentabilidad empresarial, con el objetivo de identificar qué sectores y tipo de sociedades se han visto más afectados en esta etapa recesiva. El estudio se basa en los estados contables de una muestra de empresas para el período 2006-2009, si bien la información disponible para el último de estos años es mucho más limitada y parcial.

El artículo se organiza de la siguiente manera. En la segunda sección se realiza una breve descripción de las fuentes de información utilizadas y de las variables analizadas. En las dos siguientes, se estudia la evolución reciente de los resultados y la rentabilidad empresarial, desde una perspectiva sectorial y en función del tamaño de la empresa, respectivamente. La quinta presenta un análisis más desagregado de la distribución de las rentabilidades individuales; y, por último, en la sexta se resumen las principales conclusiones.

### **Muestra y variables analizadas**

El estudio se basa, para los años 2006-2008, en la información contenida en los balances y las cuentas de resultados depositados por las empresas en los registros mercantiles y recogidos por la Central de Balances Anual del Banco de España en la base de datos CBB, así como también en la correspondiente al cuestionario anual de las sociedades que colaboran voluntariamente con la Central de Balances (CBA). Para 2009, solo se dispone de los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT) —con una cobertura mucho más reducida que la de la CBA y CBB y con un mayor sesgo hacia las empresas de mayor tamaño— y de la información procedente de la encuesta de acceso a la financiación llevada a cabo por el Banco Central Europeo (BCE) en 2009.

La muestra utilizada para el análisis incluye unas 600.000 empresas para 2006 y 2007, mientras que para 2008 este número es bastante inferior (próximo a 230.000). La cobertura varía por ramas de actividad, siendo la más elevada la de la energía (en 2007, superior al 80%, en términos del valor añadido) y la más reducida la de los servicios inmobiliarios (en torno al 35%). Para 2009, en la CBT se dispone de datos trimestrales de unas 850 sociedades, mientras que la encuesta a pymes sobre acceso a la financiación llevada a cabo por el BCE engloba a unas 1.000 compañías españolas.

Se consideran tres medidas de rentas de las sociedades: el resultado económico bruto de la explotación (REB), que se calcula sustrayendo los gastos de personal al valor añadido generado por la empresa; el resultado ordinario neto (RON), que añade al REB las rentas financieras (ingresos menos gastos) y deduce la amortización, y el resultado del ejercicio, que recoge el beneficio después de impuestos, y que tiene en cuenta las partidas de carácter extraordinario. De cara a analizar la rentabilidad empresarial, se consideran tanto la de los recursos

propios como la del activo, que se definen, respectivamente, como la ratio entre el resultado ordinario neto y cada una de estas dos variables<sup>1</sup>.

En el estudio se consideran las siguientes cinco ramas de actividad: energía, industria (excluyendo la construcción), construcción, servicios inmobiliarios y resto de servicios. Se realiza también un desglose en función del tamaño de las empresas en dos grupos: grandes compañías y pymes.

### **Desglose sectorial**

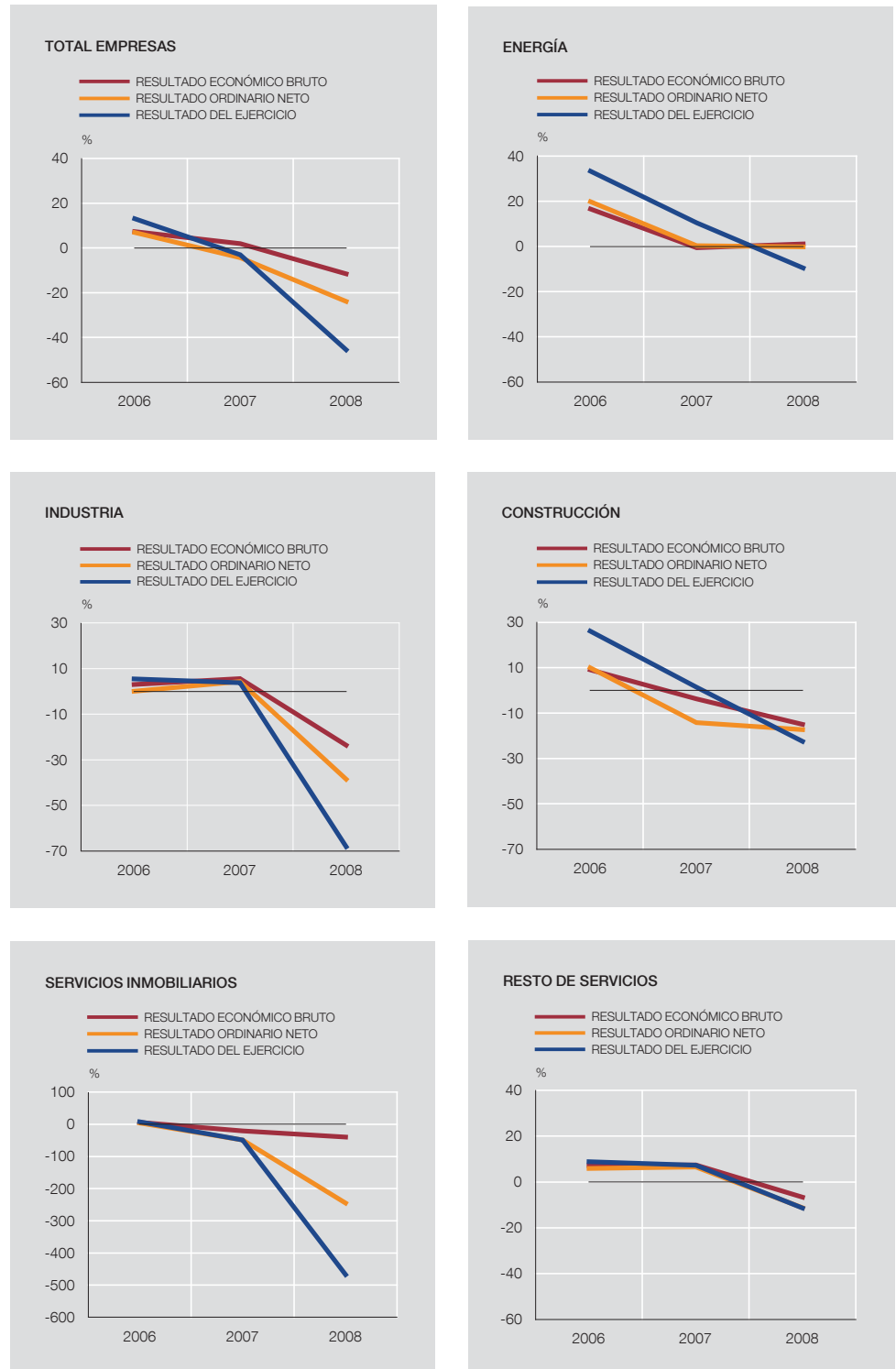
Tal como se observa en el gráfico 1, tras la favorable evolución de las rentas de las sociedades observada en 2006, estas se desaceleraron en 2007. Así, la tasa de crecimiento del REB para el conjunto de la muestra se redujo más de 5 puntos porcentuales (pp), y se situó en el 2%. Esta pérdida de vigor, que fue todavía mayor en el RON y en el resultado del ejercicio (que descendieron respecto a 2006), no fue generalizada, sino que se concentró en las ramas de actividad ligadas al mercado de la vivienda y de la energía. De este modo, los ritmos de avance se mantuvieron en registros positivos, excepto en los sectores de servicios inmobiliarios y construcción, en los que el RON disminuyó con respecto a 2006 más de un 50% y casi un 15%, respectivamente. Ello fue el resultado de la contracción de las rentas brutas y del aumento de la proporción de estas absorbidas por los gastos financieros. En contraposición, para la industria y los servicios no inmobiliarios los excedentes crecieron más que en 2006 (el RON se incrementó un 4,3% y un 6,5%, respectivamente). En la primera, el comportamiento expansivo de la actividad estuvo ligado a la fortaleza que durante 2007 mostró tanto la inversión en bienes de equipo como las exportaciones, mientras que en los segundos destacó la evolución positiva de las telecomunicaciones.

La pérdida de dinamismo se intensificó en 2008, cuando la contracción de la actividad productiva se tradujo en un deterioro generalizado de los excedentes. De este modo, el REB registró importantes caídas, superiores al 10% para el conjunto de la muestra. La disminución de las rentas brutas empresariales en esta fase de la crisis económica afectó a todas las ramas de actividad, excepto a la energética, que tuvo un comportamiento menos desfavorable, asociado a la evolución de los precios de los distintos subsectores que lo componen y al importante crecimiento de las empresas de energías renovables. La caída del REB, unida al ascenso de la proporción de este absorbida por los gastos financieros (netos de ingresos financieros) y por la amortización y provisiones de explotación, se tradujo en una contracción más acusada del RON, que cayó un 24%, 12 pp más que el REB. Las sociedades inmobiliarias, en un contexto de importante ajuste del exceso de oferta existente en el sector, fueron las que presentaron un retroceso más acusado del RON (245%). Las manufactureras también se vieron muy afectadas (descenso cercano al 40%), en línea con la notable contracción de su actividad, que respondió tanto a la reducción de la inversión en bienes de equipo, como a los mayores costes energéticos y al impacto de la crisis en el sector de la construcción sobre algunos subsectores industriales cuya operativa se encuentra más ligada a este. La reducción fue incluso superior en términos del resultado del ejercicio, lo que reflejó, fundamentalmente, el efecto negativo asociado a la evolución negativa de las partidas de carácter extraordinario.

La disminución del RON se tradujo en un descenso de las ratios de rentabilidad en 2007 y, sobre todo, en 2008<sup>2</sup> (véase gráfico 2)<sup>3</sup>. Por sectores, el retroceso fue generalizado, si bien

---

1. Tanto para el activo como para los recursos propios se dispone únicamente del valor contable (que no incorpora los ajustes de valor derivados de la inflación), que es el que se ha utilizado para definir ambas ratios. 2. En 2008 entra en vigor un cambio en el Plan General Contable que afecta a la definición de los recursos propios. Para este año se dispone de información de esta variable de acuerdo con el plan antiguo y con el nuevo para las empresas colaboradoras con la CBA. Se ha extrapolado la relación existente entre ambas al resto de sociedades para evitar el salto de nivel asociado a esta modificación. 3. A lo largo de este artículo, los datos que se presentan para los indicadores en 2008, año para el que el número de empresas en la muestra es mucho más reducido, se han obtenido aplicando al valor de 2007 la tasa de crecimiento de la ratio en cuestión entre 2007 y 2008, obtenida a partir de la información de las empresas que están presentes en la base de datos en este último año.



FUENTE: Banco de España.

afectó de forma especialmente intensa al industrial y al de servicios inmobiliarios, en línea con la contracción comparativamente más acusada de los excedentes en estas ramas de actividad. En el caso de las sociedades inmobiliarias, las ratios alcanzaron valores negativos, mientras que en el resto de sectores se mantenían en 2008 en niveles confortables (el más reducido se observaba en la industria, para la que la rentabilidad de los recursos propios se situaba cerca del 9%).



RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS (a).  
DESGLOSE POR SECTOR Y TAMAÑO

GRÁFICO 2



FUENTE: Banco de España.

a. Calculado como la ratio entre el RON y los recursos propios medios.

Para 2009, la única información disponible es la proporcionada por la CBT, en la que predominan las sociedades de mayor dimensión. De acuerdo con esta fuente, los resultados empresariales se redujeron nuevamente en dicho ejercicio, en un contexto de fuerte contracción de la actividad productiva. Concretamente, el REB descendió un 16%, cifra que supone la mayor caída registrada en esta variable en toda la serie histórica. La contracción del RON fue algo más moderada (un 10%), gracias en parte a la contribución positiva que tuvo el componente financiero, en un contexto de reducción de los tipos de interés, y a la disminución de las amortizaciones y provisiones de explotación (que cayeron un 5,4% después de que en 2008 esta partida se había situado en valores muy elevados por el deterioro del valor de las existencias que recogieron en sus balances algunas grandes empresas constructoras e inmobiliarias). Este retroceso de los beneficios afectó a todas las ramas de actividad, pero, entre los sectores mejor representados en esta muestra (esto es, los de energía, industria, comercio y hostelería e información y comunicaciones), fue especialmente acusado en el industrial, donde el RON disminuyó casi un 60%.

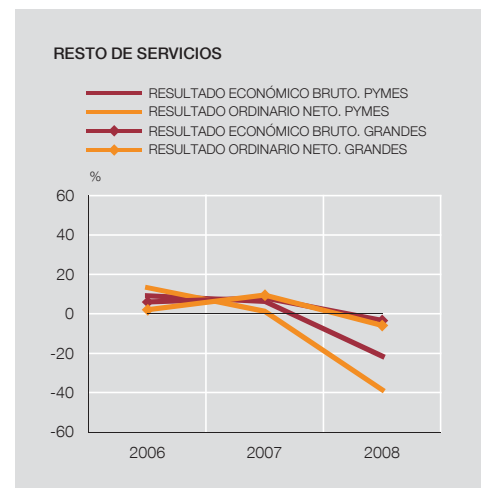
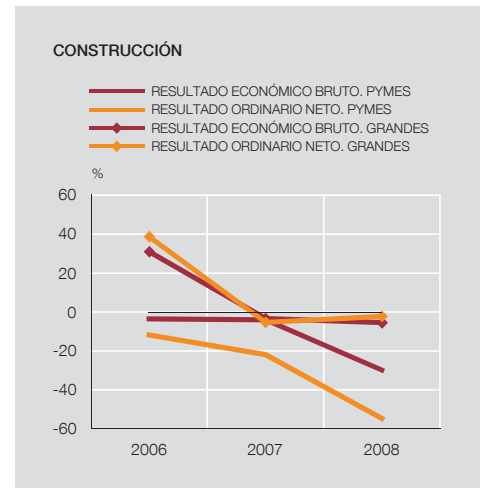
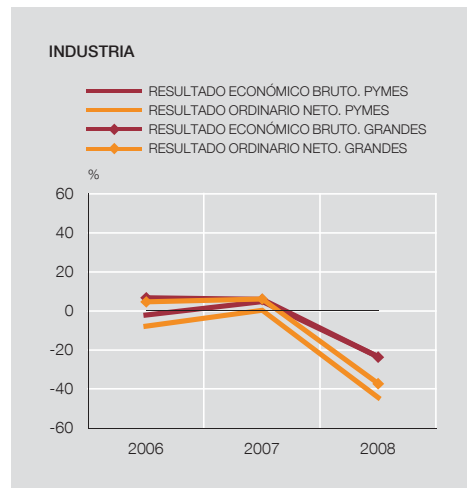
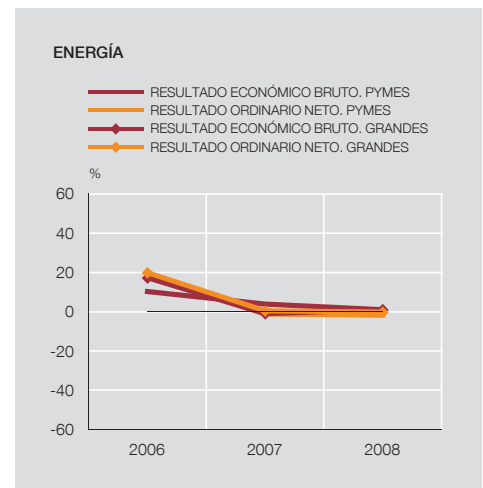
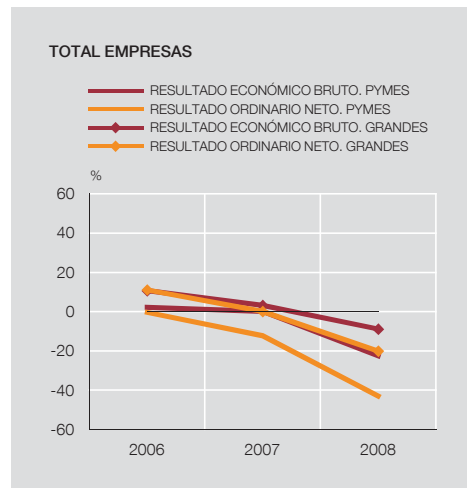
No obstante, la evolución desfavorable de las rentas habría dado ciertos signos de mejora durante los tres últimos meses de 2009, en los que el valor añadido y los beneficios de las sociedades colaboradoras con la CBT habrían pasado a registrar ritmos de avance positivos, tendencia que se prolongó en el primer trimestre de 2010. Así, entre octubre y diciembre de 2009, el REB de estas empresas aumentó un 9% con respecto al mismo período del año anterior, mientras que el RON lo hizo en un 72%. En el primer trimestre de 2010, estas tasas se situaron en el 6,5% y el 10,2%, respectivamente.

### ***Desglose por tamaño***

En el período muestral analizado, la tasa de crecimiento de los beneficios ha tendido a ser más elevada para las sociedades de mayor dimensión, tanto para el REB, como, en especial, para el RON (véase gráfico 3). Las diferencias fueron especialmente marcadas en 2008, reflejando así el mayor impacto que ha tenido la crisis sobre las empresas más pequeñas, en línea con la evidencia empírica encontrada en Gertler y Gilchrist (1994), que indica que en períodos recesivos las ventas de estas se contraen de forma mucho más acusada. La única excepción se observa en el sector de servicios inmobiliarios, donde las sociedades grandes registraron pérdidas importantes y mayores que las de las pymes tanto por la contracción de su actividad y de sus rentas brutas como también por las cuantiosas dotaciones realizadas para reflejar en sus balances la reducción del valor de sus activos.

La rentabilidad ordinaria de los recursos propios de las pymes partía en 2006 de un nivel inferior a la de las grandes empresas. En línea con la peor evolución de los beneficios para las compañías de menor dimensión desde 2007, estas discrepancias se mantuvieron o incluso se ampliaron durante los años siguientes, excepto en el sector de servicios inmobiliarios en el año 2008, en el que las pymes pasaron a tener unas rentabilidades mayores que las de las grandes empresas (véase gráfico 2). La divergencia entre unas y otras empresas era especialmente acusada en la construcción. Para la ratio de rentabilidad del activo se observa, en general, un patrón similar, aunque las diferencias son más moderadas.

Para 2009, la información disponible apunta a que los beneficios de las pymes se habrían vuelto a contraer de forma más acusada que los de las grandes empresas. Así, de acuerdo con la Encuesta sobre acceso de las pymes a la financiación en el área del euro realizada por el BCE, el porcentaje de estas compañías que experimentó una contracción de sus beneficios fue superior en 10 pp al de las sociedades de mayor dimensión, tanto en el primer semestre del año como en el segundo. Hay que tener en cuenta, no obstante, que estas divergencias podrían estar en parte ligadas a diferencias en la distribución sectorial de las empresas de distinto tamaño.



FUENTE: Banco de España.

## **Análisis desagregado**

A la hora de valorar los niveles de rentabilidad de las empresas, tiene interés estudiar no solamente los valores para el conjunto del sector, sino también su distribución dentro del mismo. En particular, el análisis de indicadores sectoriales agregados, pese a ser informativo, puede encubrir vulnerabilidades que solo un estudio a nivel más desagregado permite identificar.

En el gráfico 4 se presenta la evolución de la distribución (de corte transversal) de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios para las sociedades grandes y las pymes. Concretamente, se muestra, para cada uno de los tres años analizados, el nivel de la ratio para los percentiles 25, 50 y 75<sup>4</sup>. En cada año, el percentil 50 caracteriza a la compañía mediana, que puede considerarse representativa del comportamiento de una empresa típica, mientras que los percentiles más bajos reflejan la situación de las que se encuentran en una situación más vulnerable.

En general, el análisis basado en la mediana de la distribución confirma los resultados de las secciones anteriores. No obstante, se aprecian algunas diferencias. Así, por ejemplo, se observa una caída más pronunciada de los niveles de rentabilidad, en comparación con la que reflejan los indicadores agregados, en el sector de servicios no inmobiliarios (con independencia del tamaño de las compañías), en las sociedades pequeñas energéticas y en las grandes que operan en la construcción. Por el contrario, para las sociedades de mayor dimensión de la rama energética, la rentabilidad de la empresa representativa se elevó, en el período analizado, lo que contrasta con la estabilidad de esta variable a nivel agregado.

Por otra parte, se observa que el desplazamiento de la distribución de rentabilidad hacia valores más bajos fue, en general, más acusado para las pymes y revistió mayor intensidad en 2008. En el caso de las compañías de menor dimensión, la disminución fue más marcada en la parte baja de la distribución que en la superior, lo que se tradujo en un aumento de la dispersión, que fue comparativamente elevada en la construcción.

En línea con el desplazamiento de la distribución de rentabilidad hacia valores más reducidos, se elevó el porcentaje de sociedades para las que el RON se situó en valores negativos. Este aumento fue mayor en el caso de las pymes, excepto para las empresas de servicios inmobiliarios, y fue especialmente acusado en 2008 —excepto en las energéticas, para las que descendió en las sociedades grandes y se mantuvo estable en las más pequeñas—. Por ramas de actividad, los mayores incrementos se registraron en la industria y la construcción en el caso de las pymes y en los servicios inmobiliarios en el de las empresas de mayor tamaño.

## **Conclusiones**

En este artículo se ha analizado la evolución de los beneficios y la rentabilidad empresarial en el período 2006-2009, si bien con menor detalle para el último de estos años, debido a la menor disponibilidad de información. Los resultados ponen de manifiesto que los beneficios y la rentabilidad empresarial se han reducido sustancialmente desde el inicio de la crisis económica, aumentando de este modo el grado de presión financiera de este sector. No obstante, el deterioro no ha sido homogéneo, detectándose una importante heterogeneidad tanto por ramas productivas como en función del tamaño de las compañías.

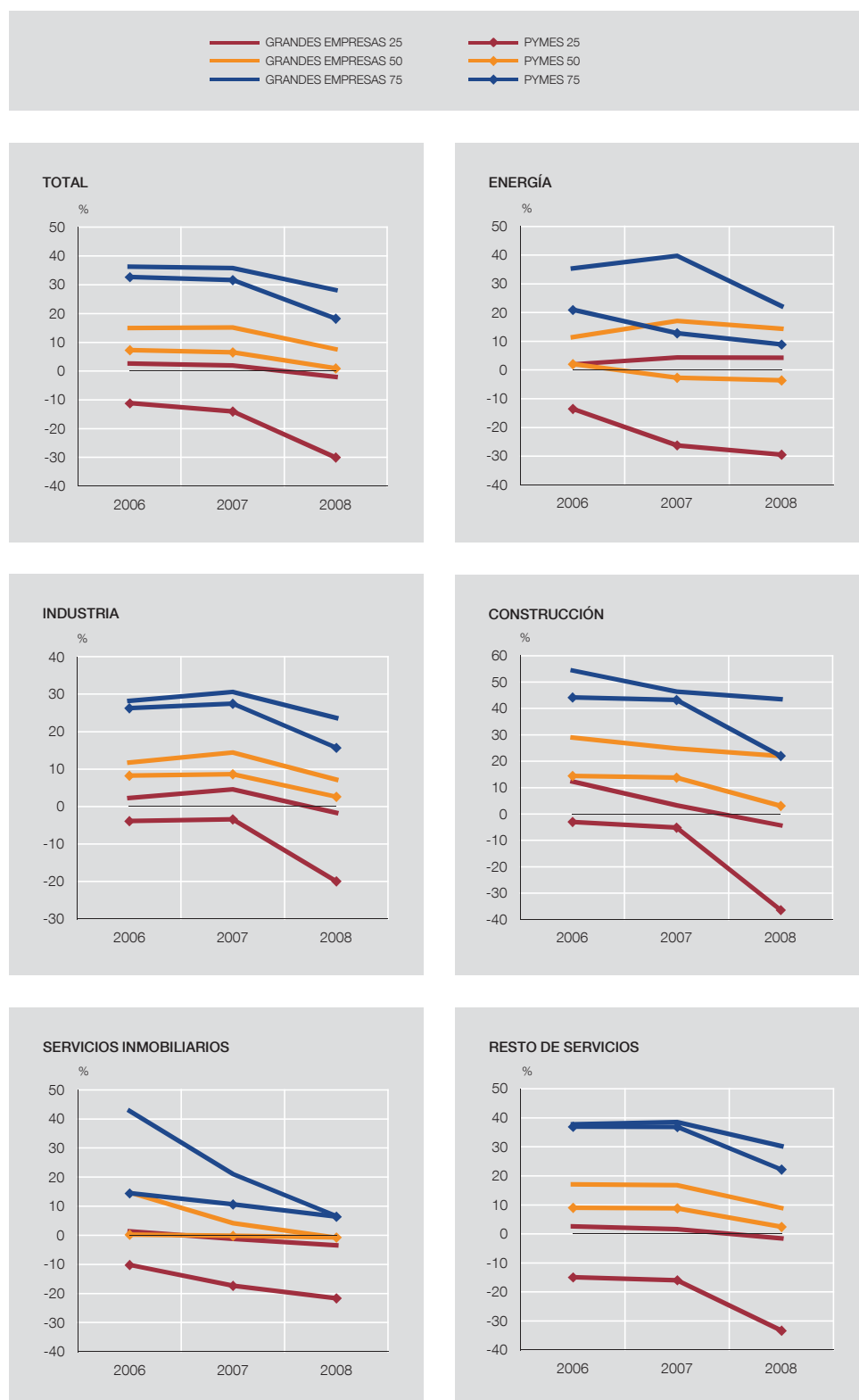
La disminución de las rentas de las sociedades se inició en 2007 en las ramas ligadas al sector inmobiliario y en la energía, y se intensificó en 2008, cuando la contracción de la actividad

---

4. En esta sección, con el fin de evitar cambios asociados al distinto tamaño y composición de la muestra, en 2008 los percentiles de la distribución y los porcentajes de sociedades con resultados negativos se han obtenido, para dicho ejercicio, sumando a los valores de 2007 las variaciones, en términos de puntos porcentuales, entre 2007 y 2008 en dichos percentiles y proporciones (calculados a partir de las empresas presentes en la muestra tanto en 2007 como en 2008).

PERCENTILES DE LA DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS. DESGLOSE POR SECTOR Y TAMAÑO

GRÁFICO 4



FUENTE: Banco de España.

productiva se tradujo en una reducción generalizada de los excedentes. Los servicios inmobiliarios y la industria son los que han presentado un retroceso más acusado de los beneficios y de la rentabilidad. El desglose por tamaño muestra que las pymes experimentaron una evolución más desfavorable en comparación con la de las empresas grandes, excepto en el sector de servicios inmobiliarios, en el que ocurrió lo contrario. El análisis desagregado pone de manifiesto que el deterioro generalizado de los beneficios empresariales vino acompañado, para las sociedades de menor dimensión, de un aumento de la dispersión de los niveles de rentabilidad dentro de cada rama de actividad.

Para 2009, la información disponible, aunque parcial, apunta a que en dicho ejercicio se registró una contracción acusada de los beneficios, que habría vuelto a ser de mayor intensidad en el caso de las pymes. No obstante, en el último trimestre del pasado año se apreció una recuperación de los beneficios, al menos para las empresas de mayor dimensión, que se habría prolongado en los primeros meses de 2010.

29.9.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

GERTLER, M., y S. GILCHRIST (1994). «Monetary policy, business cycles and the behavior of small manufacturing firms», *Quarterly Journal of Economics*, vol. CIX, n.º 2.

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE  
DE 2010

Este artículo ha sido elaborado por César Martín y M.<sup>a</sup> Jesús González, 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 2010, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2009 y sus determinantes. Se presenta la composición de la PII por sectores institucionales y se analiza el comportamiento de la PII por tipos de inversión y por áreas geográficas.

### ***Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el primer semestre de 2010: un análisis de datos agregados***

La posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo, medida a través de la PII, descendió en la primera mitad de 2010, debido al impacto de las variaciones en los precios de los activos financieros y en los tipos de cambio sobre los pasivos netos frente al exterior (los denominados «efectos de valoración»), ya que la economía española continuó mostrando necesidades de financiación en dicho período, si bien siguiendo la trayectoria decreciente iniciada en 2008<sup>1</sup> (véase gráfico 1). A finales de junio de 2010, el saldo deudor que España mantenía frente al exterior ascendió a 916 mm de euros, el 87% del PIB, 5,5 puntos porcentuales (pp) por debajo de su valor al cierre de 2009 (véase cuadro 1)<sup>2</sup>. Desde finales de 2009, el valor de los activos elevó su peso en el PIB en 3,2 pp, hasta el 131%, mientras que el de los pasivos disminuyó 2,3 pp, hasta el 218% del PIB.

En la primera mitad del año 2010, en particular desde finales de abril, los mercados financieros se vieron muy afectados por la crisis de la deuda soberana desencadenada en algunas economías de la zona del euro, debido al rápido deterioro de sus finanzas públicas y a la magnitud de los desequilibrios acumulados desde su ingreso en la UEM<sup>3</sup>. Las tensiones se propagaron desde los mercados de deuda soberana hacia los mercados bursátiles y de financiación mayorista del sistema bancario, donde se generó un problema severo de falta de liquidez, que también afectó a las transacciones financieras frente al resto del mundo de las entidades españolas, que reaccionaron aumentando su recurso a las subastas del Eurosistema. Estas tensiones tendieron a amortiguarse a partir del mes de julio, en respuesta a la adopción de importantes medidas de política económica en los ámbitos fiscal, laboral y financiero. En el ámbito presupuestario, el Gobierno español aprobó el 20 de mayo un conjunto de medidas que adelantaba una parte significativa del esfuerzo presupuestario previsto e incorporaba actuaciones adicionales de recorte del gasto público. Estas medidas serían validadas posteriormente por el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2011. En el ámbito del mercado laboral, el Gobierno instrumentó una reforma dirigida a incentivar la contra-

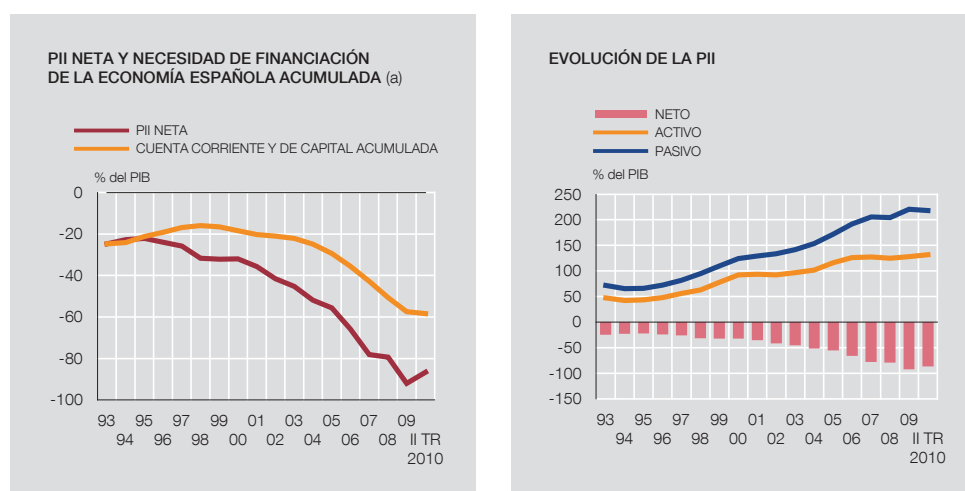
---

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. 2. Un aspecto adicional que debe tenerse en cuenta a la hora de evaluar el alcance del saldo deudor frente al exterior es el hecho de que una parte importante del pasivo, como las acciones y otras formas de participación en el capital de las empresas, es, por su propia naturaleza, no exigible, lo que implica que el endeudamiento genuino de la economía española es inferior al que se deriva de ese saldo deudor. 3. Las autoridades económicas europeas reaccionaron de forma contundente frente a la gravedad de la situación y desplegaron una batería de medidas sin precedentes para salvaguardar la unidad y la integridad financiera de la UEM.



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

GRÁFICO 1



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							
	2007	2008	2009		2010		PORCENTAJE DEL PIB	
			III TR	IV TR	I TR	II TR	IV TR	II TR
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (A-P)	-822,8	-863,8	-957,2	-970,6	-961,9	-915,5	-92,1	-86,6
Excluido el Banco de España	-901,7	-914,8	-994,1	-1.014,8	-1.004,2	-892,2	-96,3	-84,4
<i>Inversiones directas</i>	-2,6	-1,6	-8,4	-0,9	0,8	17,2	-0,1	1,6
<i>Inversiones de cartera</i>	-648,5	-603,0	-655,7	-688,3	-669,6	-614,1	-65,3	-58,1
<i>Otras inversiones (a)</i>	-231,8	-303,8	-325,1	-324,6	-341,2	-307,3	-30,8	-29,1
<i>Derivados financieros</i>	-18,8	-6,4	-4,9	-1,0	5,7	12,0	-0,1	1,1
Banco de España	78,9	50,9	36,9	44,1	42,4	-23,4	4,2	-2,2

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

tación indefinida y a incrementar la flexibilidad interna de las empresas. Por último, la publicación de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito españolas, de forma coordinada con el resto de países de la UE, a finales de julio, constituyó un ejercicio de transparencia que permitió romper el círculo vicioso de expectativas negativas, facilitando una mejor comprensión del conjunto de medidas adoptadas. Estos buenos resultados, junto con la reacción de las autoridades españolas en otros ámbitos de la política económica, permitieron que las condiciones de acceso de los emisores españoles a la financiación internacional tendieran a normalizarse.

Las tensiones registradas en la primera mitad del año condujeron a aumentos de los tipos de interés de la deuda pública española a largo plazo, ampliándose el diferencial del bono a diez años español frente a la deuda soberana alemana (véase cuadro 2), y a un endurecimiento de las condiciones de financiación para los distintos sectores. En este contexto, las entidades financieras realizaron elevadas amortizaciones netas de renta fija, y las sociedades no finan-

	ÍNDICES BURSÁTILES (a)			TIPO DE CAMBIO (b)		TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (c)			
	IBEX 35	EURO-STOXX 50	S&P 500	DÓLAR	LIBRA	ALEMANIA	ESPAÑA	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO
2007	7,3	6,8	3,5	10,9	9,0	4,2	4,4	4,1	4,8
2008	-39,4	-44,4	-38,5	-4,9	31,6	3,1	3,9	2,4	3,4
2009	29,8	21,1	23,5	3,2	-8,1	3,1	3,8	3,6	3,9
III TR 2009	20,1	19,6	15,0	-0,9	-1,3	3,3	3,8	3,4	3,7
IV TR 2009	1,6	3,2	5,5	-1,8	-2,8	3,1	3,8	3,6	3,9
I TR 2010	-9,0	-1,1	4,9	-5,7	0,4	3,1	3,8	3,8	4,1
II TR 2010	-14,8	-12,2	-11,9	-9,5	-8,2	2,5	4,6	3,2	3,5
I semestre de 2010	-22,4	-13,2	-7,6	-14,6	-7,8	2,5	4,6	3,2	3,5

FUENTES: Banco de España y BCE.

- 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.

cieras redujeron sensiblemente sus emisiones de valores distintos de acciones; por su parte, las AAPP, en consonancia con su apreciable necesidad de financiación, siguieron emitiendo valores a un ritmo intenso. La bolsa española presentó una evolución más desfavorable que las principales plazas bursátiles a lo largo del semestre. Finalmente, desde finales del año pasado hasta junio del presente ejercicio, el tipo de cambio del euro se depreció significativamente frente al dólar y con menor intensidad frente a la libra, trayectoria que se revertiría posteriormente. Parte de los descensos registrados hasta mediados de 2010 por los precios de los activos financieros se ha revertido desde la adopción de las medidas ya comentadas y la publicación de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito: las cotizaciones bursátiles se han revalorizado, aunque persiste la tónica de volatilidad, y las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado se han reducido, con bajadas de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo. Asimismo, las instituciones financieras han vuelto a realizar emisiones netas.

En este contexto de elevada volatilidad y tensiones en los mercados financieros, la reducción de la PII deudora neta de España se explica exclusivamente por el efecto de valoración, que redujo el saldo deudor en torno a 83 mm de euros, contrarrestando el incremento derivado de las necesidades de financiación acumuladas durante la primera mitad de 2010, que ascendió a 28 mm de euros (véase cuadro 3). El efecto de valoración refleja el impacto sobre el valor de los activos y pasivos exteriores de los cambios en los precios de los instrumentos financieros y en la cotización del euro. En el período analizado, estos movimientos determinaron una reducción en el valor del *stock* de los pasivos y un aumento en el de los activos. En el primer caso, la reducción se produjo por la caída de las cotizaciones bursátiles en España y los descensos de los precios de los valores de renta fija. Por lo que se refiere a los activos, el incremento del valor del *stock* de tenencias de títulos extranjeros por parte de inversores españoles se produjo como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio del euro<sup>4</sup>, cuyo efecto sobre el valor de dichos activos compensó el impacto de signo contrario provocado por el descenso de sus precios.

4. 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 42% del activo y el 17% del pasivo estaba denominado en moneda extranjera en junio de 2010), por lo que la depreciación del euro genera un efecto de valoración positivo.

mm de euros	NETO (a)				ACTIVO				PASIVO			
	Variación stock	Transac- ción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación stock	Transac- ción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación stock	Transac- ción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)
2007	-174,6	-101,0	-73,6	11,4	99,8	147,4	-47,6	-3,8	274,4	248,4	26,0	1,4
2008	-41,0	-102,0	60,9	-7,4	18,4	49,8	-31,4	-2,3	59,4	151,8	-92,4	-4,3
2009	-106,8	-57,6	-49,2	5,1	-6,9	13,0	-19,8	-1,5	99,9	70,5	29,4	1,3
III TR 2009	-45,1	-11,2	-33,9	3,7	0,3	12,1	-11,7	-0,9	45,4	23,3	22,1	1,0
IV TR 2009	-13,5	-14,3	0,8	-0,1	3,7	5,9	-2,2	-0,2	17,2	20,2	-3,0	-0,1
I TR 2010	8,7	-16,9	25,7	-2,6	21,5	-19,3	40,8	3,0	12,8	-2,3	15,1	0,6
II TR 2010	46,3	-11,2	57,5	-6,0	15,9	-18,5	34,4	2,5	-30,5	-7,3	-23,1	-1,0
I semestre de 2010	55,1	-28,1	83,2	-8,6	37,4	-37,8	75,2	5,6	-17,7	-9,7	-8,0	-0,3

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 la Balanza de Pagos, en términos del stock al comienzo del período.

En las principales economías avanzadas se aprecia, en general, en los últimos trimestres una cierta corrección de las posiciones acreedoras y deudoras, en un contexto de moderación de los desequilibrios globales por cuenta corriente (véase gráfico 2), si bien todavía no se han publicado datos de la PII actualizados para la mayoría de los países.

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

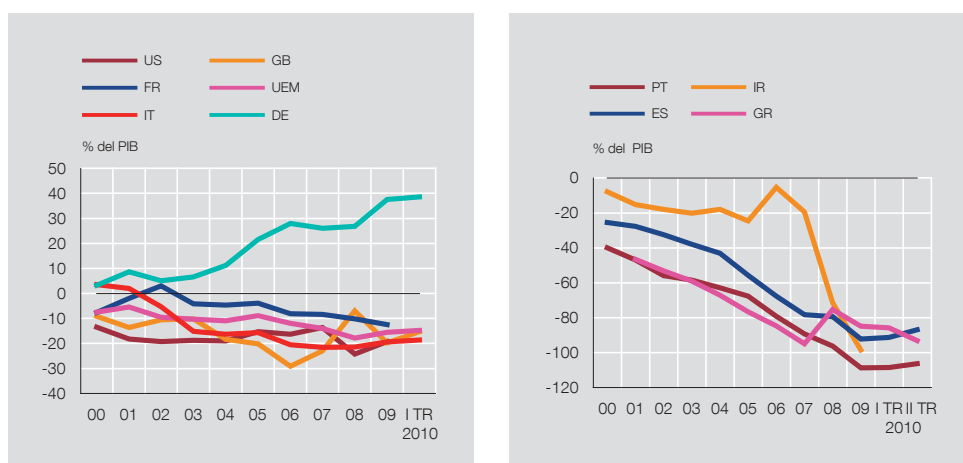
En el primer semestre de 2010 se redujo la posición deudora frente al resto del mundo en porcentaje del PIB de todos los sectores institucionales, con la excepción del Banco de España (véanse cuadro 4 y gráfico 3). Dicho descenso fue especialmente acusado en el sector privado, de manera que los saldos deudores de los Otros Sectores Residentes (OSR)<sup>5</sup> y de las Instituciones Financieras y Monetarias (IFM) disminuyeron 6,1 pp y 5,7 pp de PIB, hasta el 20% y el 39% del PIB, respectivamente. En ambos casos, la corrección de sus posiciones deudoras se asentó principalmente en el descenso de los pasivos exteriores (de 3,3 pp y 4,6 pp de PIB, respectivamente), y, en menor medida, en el aumento de sus activos frente al resto del mundo (de 2,8 pp y 1,1 pp de PIB). Por su parte, la posición deudora de las AAPP se mantuvo estable en torno al 25% del PIB, con una modesta disminución de sus activos y pasivos exteriores. Finalmente, el saldo neto de la autoridad monetaria frente al resto del mundo se movió en sentido contrario.

La reducción de la posición deudora de los OSR reflejó tanto las operaciones realizadas durante el período, que generaron salidas netas de capital (27 mm de euros), como, especialmente, el impacto de los efectos de valoración (36 mm de euros), estos últimos especialmente reseñables en la renta variable. Según la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, las salidas netas de fondos fueron, sobre todo, el resultado de las operaciones de inversión de cartera. Tanto la reducción de las tenencias por parte de inversores extranjeros de bonos de titulización y de valores emitidos por las filiales de las IFM españolas como, en menor medida, las compras por parte de residentes de valores de renta variable extranjeros generaron salidas netas de capitales. En consecuencia, la posición deudora neta que los OSR mantenían en forma de inversión directa y de inversión de cartera a finales de 2009 se redujo en la primera

5. 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 NETA: COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a) (b)

GRÁFICO 2



FUENTE: Fuentes nacionales.

a. Se presenta el último dato disponible, que corresponde al segundo trimestre de 2010 para España, Grecia y Portugal. Para el resto de países, se trata del dato del primer trimestre de 2010, salvo para Estados Unidos, Francia e Irlanda (cuarto trimestre de 2009).

b. Los países se nombran con su código ISO (ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; GB: Reino Unido; US: Estados Unidos; GR: Grecia; PT: Portugal, e IR: Irlanda).

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL Desglose por sectores

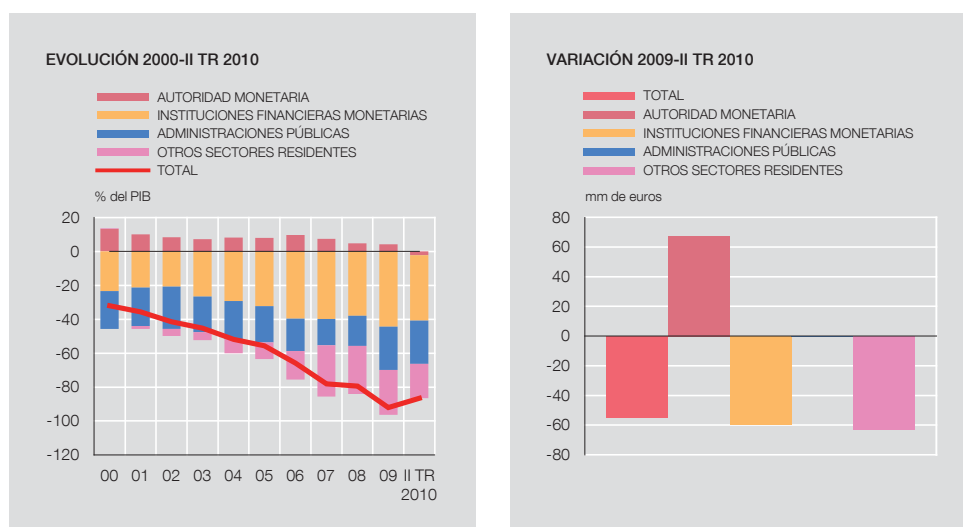
CUADRO 4

	AUTORIDAD MONETARIA			IFM			AAPP			OSR		
	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO
VALOR DEL STOCK (mm de euros)												
Media 2004-2006	78,5	78,6	0,1	-309,7	325,7	635,4	-191,0	19,6	210,6	-107,8	626,5	734,3
2007	78,9	82,5	3,6	-419,9	472,5	892,4	-163,7	34,8	198,6	-318,1	750,6	1.068,7
2008	50,9	86,1	35,2	-412,9	532,6	945,5	-193,4	40,6	234,0	-308,5	699,4	1.007,9
2009	44,1	85,6	41,5	-467,7	501,1	968,8	-269,3	29,8	299,1	-277,8	735,4	1.013,2
I TR 2010	42,4	86,2	43,8	-464,3	506,0	970,3	-291,7	26,1	317,8	-248,3	755,1	1.003,4
II TR 2010	-23,4	82,7	106,1	-408,2	513,6	921,8	-269,3	26,3	295,6	-214,6	766,7	981,3
PORCENTAJE DEL PIB (%)												
Media 2004-2006	8,6	8,6	0,0	-34,0	35,7	69,7	-21,0	2,1	23,1	-11,8	68,7	80,6
2007	7,5	7,8	0,3	-39,9	44,9	84,7	-15,5	3,3	18,8	-30,2	71,2	101,4
2008	4,7	7,9	3,2	-37,9	48,9	86,9	-17,8	3,7	21,5	-28,3	64,3	92,6
2009	4,2	8,1	3,9	-44,4	47,5	91,9	-25,6	2,8	28,4	-26,4	69,8	96,1
I TR 2010	4,0	8,2	4,2	-44,1	48,0	92,1	-27,7	2,5	30,2	-23,6	71,7	95,2
II TR 2010	-2,2	7,8	10,0	-38,6	48,6	87,2	-25,5	2,5	28,0	-20,3	72,5	92,9

FUENTE: Banco de España.

mitad de 2010 en 2,2 pp y 4,1 pp del PIB, respectivamente, mientras que se amplió ligeramente la que mantenían en otra inversión (en 0,2 pp del PIB).

De forma similar, la corrección del saldo deudor de las IFM frente al resto del mundo se explica tanto por las salidas de capitales generadas por las transacciones realizadas por este sector institucional durante el primer semestre de 2010 (31 mm de euros) como por los efectos de valoración (28 mm de euros). Las salidas de fondos se materializaron básicamente a través de la otra inversión, como consecuencia de la cancelación por parte de no residentes de instrumentos a corto plazo (fundamentalmente depósitos), mientras que en el



FUENTE: Banco de España.

resto de operaciones los flujos netos fueron mucho más reducidos —negativos en el caso de la inversión de cartera y positivos en el de la Inversión Exterior Directa (IED)—. La mayor parte de la disminución de la posición deudora neta de las IFM se concentró en la inversión de cartera y en la otra inversión, cuyos saldos negativos con el exterior se redujeron en 2,9 pp y 2,1 pp de PIB. La posición deudora en derivados financieros descendió en 1,1 pp de PIB, mientras que la acreedora en IED disminuyó en 0,4 pp.

La posición deudora de las AAPP frente al exterior no experimentó variaciones apreciables en porcentaje del PIB. Sus necesidades de financiación se cubrieron parcialmente con las compras por no residentes de bonos y obligaciones<sup>6</sup> y, en menor medida, por la adquisición de deuda pública española por parte del Fondo de Reserva de la Seguridad Social (que vendió bonos soberanos emitidos por países de la UEM). Según la Cuenta Financiera de Balanza de Pagos, las transacciones financieras de las AAPP con el exterior generaron entradas netas por valor de 15 mm de euros en la primera mitad de 2010. Este resultado esconde un comportamiento dispar en el primer y segundo trimestre del año, pues, en el contexto de la crisis de la deuda soberana que afectó a varios países europeos entre abril y junio, las tenencias por parte de no residentes de valores emitidos por las AAPP españolas se redujeron. En el conjunto del semestre, el descenso de precios de renta fija que acompañó al episodio de inestabilidad financiera determinó que el saldo deudor de las AAPP en junio de 2010 permaneciera en niveles similares a los del cierre de 2009.

Finalmente, durante el primer semestre de 2010 la posición neta del Banco de España frente al resto del mundo pasó de ser acreedora a deudora, reflejando la ampliación del saldo deudor del Banco de España frente al Eurosistema. Este desarrollo fue consecuencia del impacto de las tensiones financieras sobre la forma en la que las IFM españolas cubrieron sus necesidades de liquidez, que incrementaron de forma significativa el recurso a las subastas de liquidez del Eurosistema, particularmente en el segundo trimestre del año. Este recurso se ha reducido a partir del mes de julio de forma igualmente significativa. El resto de rúbricas de la autoridad monetaria experimentó variaciones muy modestas.

6. El porcentaje de deuda pública en manos de no residentes se redujo cerca de 2 pp, hasta el 43% del total.

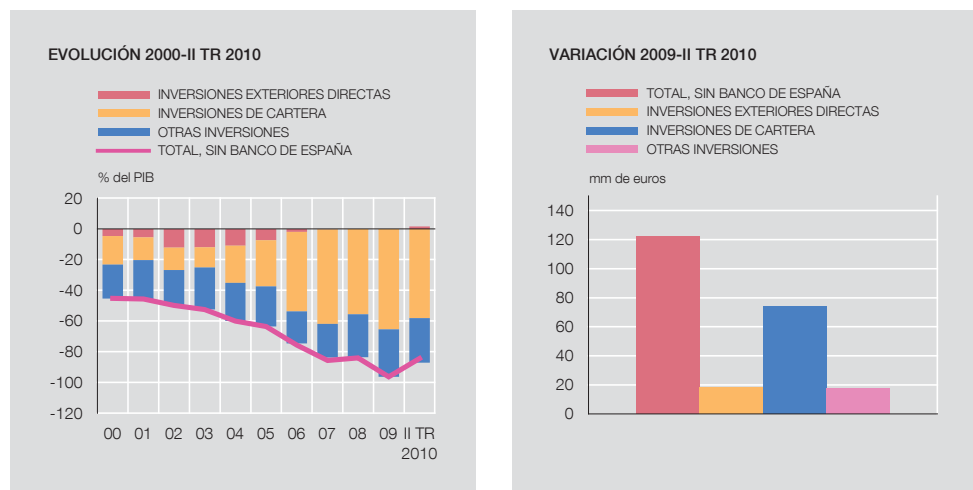
% sobre el total	INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA		INVERSIÓN DE CARTERA		OTRA INVERSIÓN		DERIVADOS FINANCIEROS	
	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO
	Media 2004-2006	26,7	20,2	42,6	46,7	27,3	30,4	3,3
2007	31,4	18,4	34,9	50,3	30,2	28,3	3,5	2,9
2008	33,3	19,4	27,9	43,8	30,4	31,6	8,5	5,2
2009	34,5	19,2	30,1	46,9	29,2	30,5	6,1	3,4
I TR 2010	34,3	19,2	30,1	46,1	28,3	30,8	7,3	3,8
II TR 2010	35,1	20,1	27,6	44,3	28,2	30,7	9,1	4,8

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR INSTRUMENTOS (a)

GRÁFICO 4



FUENTE: Banco de España.

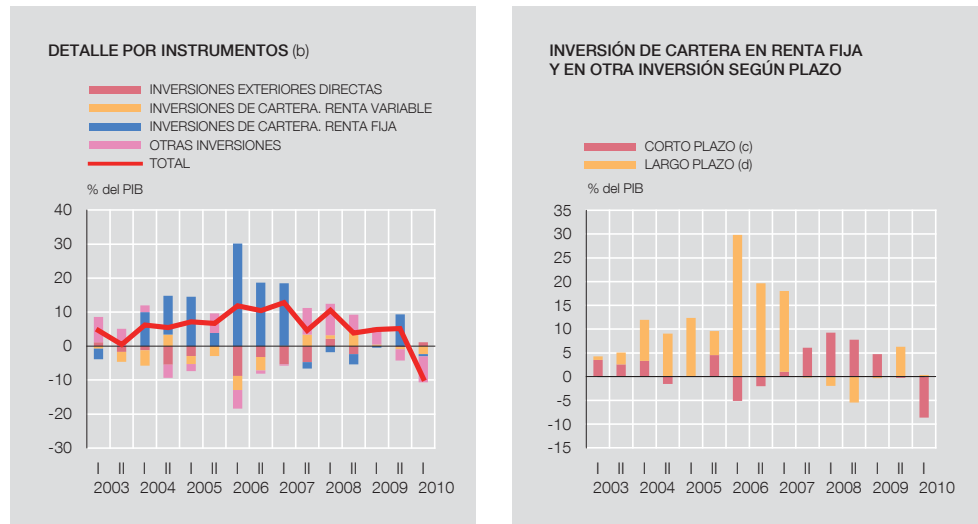
a. Excluido el Banco de España. No se incluyen derivados financieros.

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

El descenso de la PII deudora neta de la economía española, excluido el Banco de España, durante el primer semestre de 2010 (de 11,9 pp del PIB) se debió principalmente a la disminución del saldo deudor en inversión de cartera y, en menor medida, a la mejora de la posición exterior neta en el resto de instrumentos<sup>7</sup> (véanse cuadro 5 y gráfico 4). En los casos de la inversión de cartera y de la otra inversión, se registraron salidas netas de fondos, mientras que hubo entradas netas en IED y en derivados financieros (véase gráfico 5). En todos los casos, los efectos de valoración antes comentados contribuyeron a mejorar la posición exterior.

Al final del primer semestre de 2010, la economía española presentó una posición acreedora neta en IED, que contrasta con el signo deudor de finales de 2009 (un 1,6% del PIB y un

7. 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 Industria, Comercio y Turismo cuando están disponibles, en esta ocasión hasta 2008. Los datos posteriores, es decir, 2009 y 2010, se estiman por acumulación de flujos corregidos de tipo de cambio, por lo que no reflejan adecuadamente los cambios en los precios.



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.

-0,1%, respectivamente). Ese cambio refleja que el valor del *stock* de la inversión de España en el exterior aumentó en bastante mayor medida que el de la inversión del exterior en España (1,9 pp y 0,2 pp de PIB, hasta el 43,4% y 41,8% del PIB, respectivamente). Por lo que se refiere a los activos, el aumento del valor de las tenencias exteriores de los españoles se explica exclusivamente por el impacto positivo del efecto de valoración, ya que se registraron desinversiones netas en la primera mitad de 2010 que generaron entradas netas de fondos. Por su parte, el aumento del pasivo se explica tanto por las inversiones netas que los no residentes realizaron en España como por las revalorizaciones del *stock*, de magnitudes moderadas en ambos casos. La UE es el área donde la presencia de las empresas españolas es más elevada (un 56% de los activos totales de IED, con el 34% en la zona del euro y el 15% en el Reino Unido). Latinoamérica siguió siendo la segunda área en importancia tras la zona del euro, con un 27% de la IED total. En cuanto a la procedencia de los inversores extranjeros en las empresas españolas, también se observa un claro predominio de la UE (un 80% del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 68%).

Como se ha comentado, la mayor parte de la corrección de la posición deudora neta de la economía española se concentró en la inversión de cartera, cuyo saldo deudor se redujo en 7,2 pp de PIB, hasta el 58,1%. Este descenso se explica por la notable reducción del valor de los pasivos (9,2 pp de PIB, hasta el 92,3%), que superó a la caída de los activos exteriores (2 pp de PIB, situándose en 34,2%). En ambos casos, tanto las transacciones financieras realizadas a lo largo del primer semestre de 2010 como los efectos de valoración contribuyeron a explicar esa disminución de la posición deudora neta.

Cuando se analiza la inversión de cartera por tipos de instrumentos, se observa que la disminución de la posición deudora neta se localizó mayoritariamente en la renta variable. Su saldo deudor disminuyó 5,5 pp (hasta el 7,9% del PIB), en buena medida por la reducción de valor de las tenencias de los no residentes de renta variable española (en 4,7 pp, situándose en el 16,5% del PIB). La reducción de la posición deudora en títulos de renta fija durante el primer semestre del presente ejercicio fue bastante menos acusada, de 1,8 pp, hasta el 50,2% del

PIB. El peso en el PIB de los activos exteriores de renta fija disminuyó en 2,8 pp en relación con el cierre de 2009, hasta el 25,6%, y el de los pasivos correspondientes, en 4,6 pp, bajando al 75,7% del PIB.

En la inversión de cartera en el exterior destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE (un 80% del total), y, especialmente, de la UEM (70% del total). En cuanto al país de procedencia de los inversores extranjeros en títulos españoles, la PII no proporciona un desglose adecuado, ya que solo aporta información sobre la primera contrapartida no residente conocida, que en muchos casos difiere del tenedor final de los títulos, que es el relevante a efectos del análisis económico. La Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (CPIS, de acuerdo con las siglas de su denominación en inglés) del FMI ofrece información sobre el desglose geográfico de los activos de cartera de otros países frente a España<sup>8</sup>. Los últimos datos disponibles, aunque relativamente desfasados, pues corresponden al cierre de 2008, muestran el predominio de los países de la UEM, que mantenían alrededor del 74% del total de los pasivos españoles de inversión de cartera, mientras que el Reino Unido y Estados Unidos acumulaban en torno a un 6% y un 7% de dichos pasivos, respectivamente.

Finalmente, en el primer semestre de 2010 el saldo deudor con el exterior de la otra inversión disminuyó 1,7 pp, hasta el 29,1% del PIB. El *stock* de pasivos se redujo con mayor intensidad que el de los activos (2 pp y 0,3 pp, hasta el 63,9% y 34,9% del PIB, respectivamente). Se produjeron salidas netas de fondos propiciadas, básicamente, por la cancelación por parte de no residentes de préstamos y depósitos a corto plazo constituidos en IFM residentes y, en menor medida, por las inversiones en el exterior en instrumentos de largo plazo realizadas por las IFM residentes. La desagregación por áreas geográficas de la otra inversión española muestra una concentración muy elevada en la UE (que representa el 78% de los activos y el 88% de los pasivos), y, en particular, en la zona del euro (del 50% en los activos y del 55% en los pasivos). El Reino Unido también supone una fracción relevante de los activos y pasivos exteriores en forma de otra inversión (un 27% del activo y un 25% del pasivo), debido al papel que desempeña Londres como centro financiero internacional.

## Conclusiones

En el primer semestre de 2010 se interrumpió la senda creciente de la posición deudora neta que España mantiene frente al resto del mundo, debido al impacto sobre el valor de los activos y pasivos exteriores del cambio en los precios (el llamado «efecto de valoración»), ya que la economía española continuó presentando necesidad de financiación en dicho período, aunque dentro de la trayectoria decreciente de los últimos años. El efecto de valoración fue significativo en el caso de la inversión de cartera y, en particular, en la renta variable, contribuyendo a reducir el saldo deudor que España mantiene frente al exterior. La evolución de la posición de inversión internacional por sectores estuvo muy condicionada por las necesidades de financiación del sector público, el proceso de desapalancamiento del sector privado y el mayor recurso de las IFM a las subastas del Eurosistema. En la primera mitad de 2010 la posición deudora neta frente al exterior de las AAPP se mantuvo prácticamente estable, mientras que se redujo sensiblemente la del sector privado (IFM y OSR) y se tornó negativa la posición neta del Banco de España. Desde julio, tras las medidas de política económica adoptadas y la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia realizadas a las entidades de crédito, la volatilidad y las primas de riesgo exigidas a los emisores residentes en España se han reducido con-

8. Los datos de la CPIS se pueden consultar en el sitio web del FMI: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.



siderablemente, al tiempo que el acceso a la financiación internacional ha tendido a normalizarse, factores que probablemente influirán en la composición de la PII en la segunda mitad del año.

21.10.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2010a). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2009*.  
— (2010b). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2010). *Quarterly Report*, septiembre.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993). *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición.
- MACÍAS, A., y A. NASH (2007). *Efectos de valoración en la Posición de Inversión Internacional de España*, Documentos Ocasionales, n.º 0704, Banco de España.



## Introducción

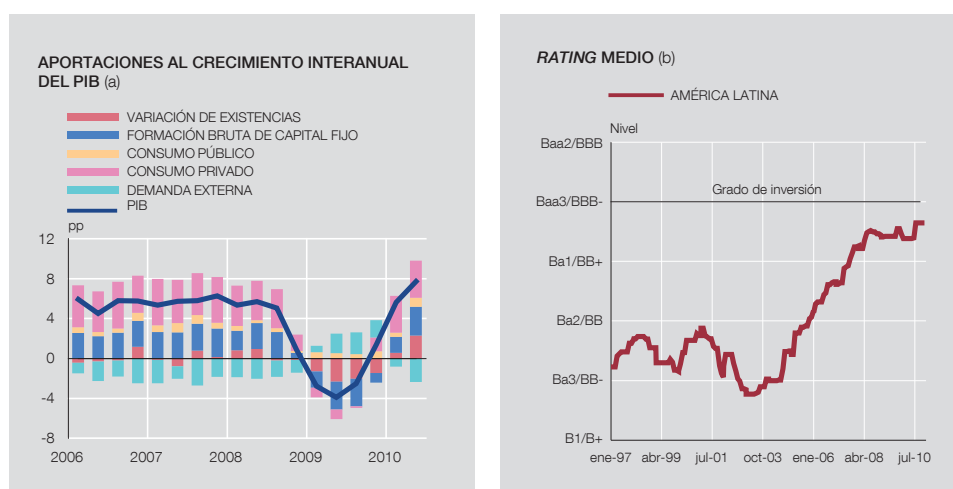
Durante el primer semestre de 2010, la recuperación económica en América Latina se afianzó con un ritmo de crecimiento mayor que el esperado, como consecuencia del dinamismo de las demandas internas en la mayoría de los países. Así, en el primer trimestre se registró una tasa de crecimiento interanual del 5,6% en el conjunto de la región<sup>1</sup>, elevándose al 7,7% en el segundo. Aunque este crecimiento interanual está influido por un efecto base favorable, el crecimiento intertrimestral promedio fue del 1,7%, por encima del que venía observándose durante el primer semestre de 2008, antes de la crisis. Apenas hubo excepciones a esta tendencia general y, de hecho, tan solo Venezuela mantiene una situación de recesión, mientras que México se sitúa en una posición algo más rezagada en la presente fase de recuperación. La demanda interna aportó 10 puntos porcentuales (pp) al crecimiento interanual agregado de la región en el segundo trimestre, y la demanda externa restó 2,3 pp, lo que se tradujo en una ampliación del déficit corriente hasta el 0,3% del PIB. No obstante, este desequilibrio exterior fue menor de lo que cabría esperar dada la fortaleza de la demanda de importaciones, debido en parte al elevado nivel de los precios de las materias primas, que a su vez contribuyó a la robustez de la recuperación (véanse gráfico 1 y cuadro 1).

La evolución de los precios resultó también relativamente favorable. La tasa de inflación promedio tendió a estabilizarse algo por encima del 6%, tras repuntar a comienzos de 2010 hasta el 6,6%. Aunque esta evolución esconde amplias diferencias por países, cabe destacar que la inflación ha convergido hacia el objetivo en la mayoría de los países que mantienen regímenes de objetivos de inflación, y ello a pesar del cierre de las brechas de producción. Esta relativa moderación ha terminado, además, por trasladarse a las expectativas, si bien con diferente intensidad por países.

La solidez de estos resultados contribuye a explicar que ni las turbulencias derivadas de la crisis fiscal y soberana en algunos países del área del euro, entre abril y junio, ni los temores posteriores de que se iniciara una nueva fase de desaceleración en Estados Unidos, hayan tenido un impacto duradero en los mercados financieros latinoamericanos, o hayan deteriorado las perspectivas de crecimiento para 2010 y 2011. Más bien al contrario, las previsiones de crecimiento han seguido revisándose al alza, lo que resulta indicativo de la resistencia que muestra la región, que, entre otros factores, se ha beneficiado de una reorientación comercial hacia Asia, asociada a la fuerte demanda de materias primas de esta región. En este contexto, las calificaciones crediticias de cinco países (Chile, Colombia, Uruguay, Ecuador y Argentina) fueron revisadas al alza. Con este trasfondo netamente favorable, con diferenciales de tipos de interés positivos frente a las economías industrializadas, y en un contexto de estímulo monetario extraordinario y potencialmente creciente en Estados Unidos, la entrada de flujos de capital (principalmente, de cartera) se ha reactivado en las últimas semanas y empieza a plantear dificultades en la gestión macroeconómica de varios países, principalmente por su impacto sobre los tipos de cambio, la liquidez interna y la política monetaria. Por el momento, las presiones están siendo mitigadas a través de una mayor acumulación de reservas y algunos países han impuesto medidas administrativas (Brasil y Perú).

Desde el punto de vista de las políticas económicas, cabe destacar que en los últimos seis meses algunos países comenzaron a revertir parcialmente el estímulo monetario desplega-

1. Los datos promedio a los que se refiere este Informe se calculan con la información correspondiente a siete países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.



FUENTES: Estadísticas nacionales, Datastream y Banco de España.

a. Siete mayores economías.

b. Media de los ratings de las tres principales agencias, ponderados por el PIB en PPP de cada país.

do durante la crisis. Así, en mayo y junio, respectivamente, los bancos centrales de Perú y Chile comenzaron el ciclo de subida de los tipos de interés oficiales que Brasil había iniciado ya en abril. En cambio, Colombia y México mantuvieron sus tipos de intervención sin cambios, y Argentina siguió aplicando una política monetaria expansiva. Recientemente, el proceso de subidas se ha interrumpido en Brasil y Perú, mientras que en Chile se ha moderado el ritmo de elevación del tipo de interés oficial, en lo que pueden haber influido las presiones apreciatorias sobre los tipos de cambio antes comentadas. En el ámbito de las políticas fiscales, el saldo público como porcentaje del PIB mostró pocos cambios respecto al semestre anterior, a escala regional, manteniéndose un déficit en torno al 2,5% del PIB. Sin embargo, en varios países se produjo una mejora en los saldos primarios, que se explica casi exclusivamente por el efecto del ciclo. Desde una perspectiva más estructural, cabe destacar la resolución del segundo canje de deuda en Argentina, que representa un avance en la normalización de su situación de impago (a falta de resolver la deuda pendiente con el Club de París), y la presentación por parte del Gobierno colombiano de una regla fiscal diseñada para gestionar los ingresos esperados por el auge en el sector minero-energético en la próxima década.

Las perspectivas para América Latina son, en conjunto, favorables, aunque se espera cierta desaceleración en el segundo semestre de 2010, debido, en parte, al moderado endurecimiento de las políticas monetarias. Las condiciones externas, caracterizadas por una política monetaria muy laxa y más prolongada en el tiempo de lo que se esperaba en Estados Unidos, y por un fuerte crecimiento en Asia, se configuran como muy expansivas para la región, ante lo cual las políticas nacionales deberían adoptar una orientación más restrictiva. De hecho, el principal riesgo que se aprecia es, probablemente, que las políticas económicas no reaccionen adecuadamente y terminen adoptando un sesgo procíclico. En concreto, las autoridades se enfrentan al dilema de actuar más decididamente para prevenir el sobrecalentamiento de sus economías o, por el contrario, adoptar una posición menos activa para protegerse del riesgo de una recaída en la economía mundial y evitar acciones, sobre todo en el ámbito monetario, que puedan inducir flujos de capitales aún mayores.

	2007	2008	2009	2008		2009				2010		Septiembre
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	
<b>PIB (tasa interanual):</b>												
América Latina (a)	5,8	4,2	-2,0	5,0	0,8	-2,9	-4,0	-2,5	1,4	5,6	7,7	
Argentina	8,7	6,8	0,9	6,9	4,1	2,0	-0,8	-0,3	2,6	6,8	11,8	
Brasil	6,1	5,1	-0,2	7,1	0,8	-2,1	-1,6	-1,2	4,3	9,0	8,8	
México	3,3	1,5	-6,5	1,6	-1,1	-7,9	-10,0	-6,1	-2,3	4,3	7,6	
Chile	4,6	3,7	-1,5	5,2	0,7	-2,1	-4,5	-1,4	2,1	1,5	6,5	
Colombia (d)	6,9	2,7	0,8	3,1	-1,5	-0,4	-0,2	0,9	3,0	4,2	4,5	
Venezuela	8,1	4,8	-3,3	3,8	3,5	0,5	-2,6	-4,6	-5,8	-5,2	-1,9	
Perú	8,9	9,8	0,9	10,9	6,5	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,1	10,1	
Uruguay	7,5	8,5	2,9	9,4	7,6	2,6	1,1	2,8	4,7	8,8	10,4	
<b>IPC (tasa interanual):</b>												
América Latina (a)	5,4	7,8	6,4	8,5	8,5	7,6	6,7	5,9	5,4	6,1	6,6	6,3
Argentina	8,8	8,6	6,3	8,9	7,8	6,6	5,5	5,9	7,1	9,0	10,6	11,1
Brasil	3,6	5,7	4,9	6,3	6,2	5,8	5,2	4,4	4,2	4,9	5,1	4,7
México	4,0	5,1	5,3	5,5	6,2	6,2	6,0	5,1	4,0	4,8	4,0	3,7
Chile	4,4	8,7	0,4	9,3	8,6	4,8	1,8	-1,9	-3,0	-0,3	1,2	1,9
Colombia	5,5	7,0	4,2	7,7	7,8	6,6	4,8	3,2	2,4	2,0	2,1	2,3
Venezuela	18,8	31,4	28,6	34,6	33,4	29,5	28,2	28,7	28,1	27,4	31,9	28,5
Perú	1,8	5,8	2,9	6,1	6,6	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7	1,1	2,4
Uruguay	8,1	7,9	7,1	7,6	8,6	8,2	6,7	7,1	6,3	6,7	6,9	6,3
<b>SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB):</b>												
América Latina (a) (c)	-0,4	-0,5	-2,6	-0,2	-0,5	-1,5	-2,0	-2,8	-2,6	-2,6	-2,5	
Argentina	1,1	1,4	-0,6	1,9	1,4	1,0	0,0	-1,0	-0,6	-0,8	-0,4	
Brasil	-2,7	-1,9	-3,3	-1,8	-2,0	-2,8	-3,1	-4,2	-3,3	-3,4	-3,4	
México	0,0	-0,1	-2,3	0,0	-0,1	-1,4	-1,7	-2,4	-2,3	-1,8	-2,3	
Chile	8,6	5,0	-4,6	6,1	5,0	1,3	-1,5	-3,9	-4,6	-3,8	-1,0	
Colombia	-2,8	-1,8	-4,3	-2,3	-1,8	-2,8	-3,0	-3,3	-3,8	-3,6	-4,3	
Venezuela	3,1	-1,2	-5,4	0,9	-1,2	-2,2	-1,4	-1,3	-0,6	-	-	
Perú	1,8	2,2	-2,0	2,1	2,2	1,4	0,1	-0,7	-1,8	-1,3	-1,0	
Uruguay	0,0	-1,5	-1,7	-1,0	-1,5	-2,1	-2,2	-2,2	-1,7	-2,0	-1,1	
<b>DEUDA PÚBLICA (% del PIB):</b>												
América Latina (a)	33,8	30,8	35,0	30,4	30,8	31,4	33,1	34,6	34,9	34,6	34,5	
Argentina	52,6	44,7	47,9	45,8	44,7	41,9	44,2	46,1	48,0	48,0	47,1	
Brasil	45,1	38,4	42,8	40,0	38,4	39,1	41,2	43,2	42,8	42,0	41,4	
México	21,0	24,5	28,2	20,8	24,5	25,4	26,7	28,4	28,2	28,5	28,7	
Chile	4,1	5,2	6,1	4,5	5,2	5,0	4,9	5,8	6,1	6,8	7,4	
Colombia	32,9	33,4	35,5	32,8	33,4	36,8	35,2	33,6	35,1	34,6	35,4	
Venezuela	22,8	13,6	22,6	12,6	13,2	13,5	18,1	20,4	22,6	22,6	26,8	
Perú	29,8	24,1	26,7	23,9	24,1	24,8	26,1	26,9	26,7	25,0	23,5	
Uruguay	68,1	52,9	68,9	57,8	52,6	56,7	60,5	67,3	69,1	65,4	58,6	
<b>BALANZA CUENTA CORRIENTE (% del PIB):</b>												
América Latina (a) (b)	0,7	-0,5	-0,3	0,4	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	
Argentina	2,8	2,1	3,7	2,8	2,2	2,0	3,3	3,6	3,7	3,0	2,4	
Brasil	0,1	-1,7	-1,5	-1,5	-1,7	-1,5	-1,2	-1,2	-1,5	-1,8	-2,2	
México	-0,8	-1,5	-0,6	-0,9	-1,4	-1,5	-1,4	-1,4	-0,7	-0,5	-0,5	
Chile	4,5	-1,5	2,6	0,6	-1,4	-2,0	-1,4	0,7	2,6	2,6	1,6	
Colombia	-2,9	-2,8	-2,2	-2,1	-2,8	-2,9	-2,8	-2,7	-2,1	-2,1	-2,3	
Venezuela	7,9	12,0	2,3	15,9	11,7	7,6	2,9	-0,5	2,4	5,0	6,1	
Perú	1,3	-3,7	0,2	-2,4	-3,7	-3,3	-1,9	-0,8	0,2	0,1	-0,2	
Uruguay	-0,9	-4,8	0,7	-4,3	-4,8	-3,6	-1,1	-0,2	0,7	0,6	0,9	
<b>DEUDA EXTERNA (% del PIB):</b>												
América Latina (a) (b)	19,9	17,6	20,5	18,2	17,4	18,7	19,6	21,0	20,6	19,9	19,7	
Argentina	47,8	38,3	38,0	40,6	39,2	37,4	38,2	38,9	38,0	37,4	-	
Brasil	14,1	12,1	12,6	12,3	11,8	12,2	13,3	14,1	12,4	12,1	11,6	
México	12,1	11,5	18,6	11,3	11,4	14,8	15,9	17,8	18,6	18,2	17,7	
Chile	34,0	38,0	44,7	37,5	37,6	40,0	42,1	45,3	45,0	42,2	42,2	
Colombia	21,4	19,1	23,2	18,7	19,1	19,9	19,7	21,9	22,9	18,8	19,4	
Venezuela	24,6	19,4	19,7	20,1	18,9	18,8	18,6	19,3	19,7	21,1	24,5	
Perú	30,6	27,3	28,0	28,2	27,3	27,5	28,0	28,4	28,0	27,2	25,4	
Uruguay	51,0	38,5	44,7	40,5	38,2	39,2	40,9	45,4	44,5	40,7	36,7	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

b. Media móvil de cuatro trimestres.

c. Sin Venezuela.

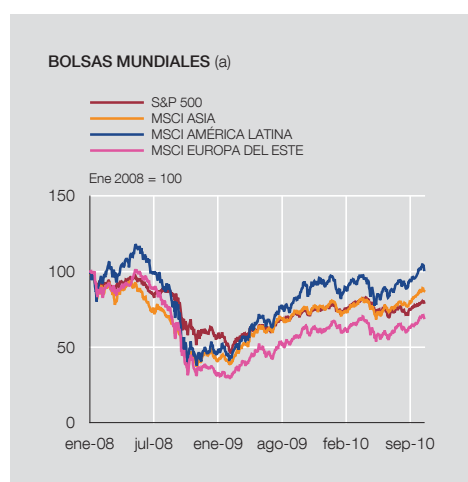
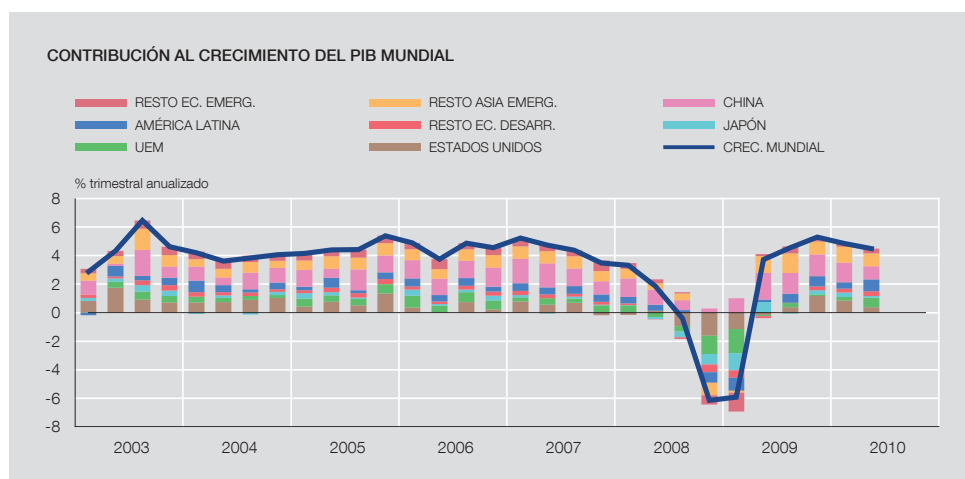
d. Serie ajustada de estacionalidad.

Tras un primer trimestre del año en el que la economía mundial mostró un importante dinamismo, creciendo a tasas del 4,5% interanual, desde finales del segundo trimestre comenzaron a aparecer algunos síntomas de debilidad en las economías desarrolladas, siendo más acusados en la economía estadounidense. Estos indicios de fragilidad eran hasta cierto punto esperados, ya que la recuperación se había apoyado en gran medida en una recomposición del ciclo de existencias y, además, se mantenían importantes dudas sobre la capacidad de la demanda privada de tomar el relevo una vez fueran disminuyendo los efectos expansivos de los estímulos fiscales que previamente habían sostenido la actividad. Así, en Estados Unidos el crecimiento se frenó desde el 3,7% intertrimestral anualizado del primer trimestre al 1,7% del segundo, mientras que en Japón la actividad se desaceleró también hasta un 1,5%, tras haberse expandido un 5% en el primer trimestre. El área del euro, en cambio, mostró un perfil diferente, creciendo un 3,9% en el segundo trimestre, desde el 0,8% previo, por el fuerte repunte de Alemania. Sin embargo, también en la UEM aparecieron síntomas de ralentización en el inicio del tercer trimestre.

Las economías emergentes, por su parte, sostuvieron en conjunto un apreciable dinamismo durante este período —especialmente notable en países asiáticos como China e India, pero también en Brasil—. En todo caso, las señales de desaceleración que se produjeron respondieron más a medidas de política dirigidas a evitar un excesivo ritmo de expansión (véase gráfico 2). Así, algunas medidas orientadas al enfriamiento del mercado inmobiliario en China tuvieron efecto, y se tradujeron en un retorno de los indicadores de actividad hacia tasas más sostenibles, aunque todavía elevadas. De este modo, el perfil de distribución del crecimiento económico mundial, con preponderancia de Asia, tendió a favorecer precios de las materias primas elevados y relativamente estables durante los seis últimos meses, lo que a su vez supuso un impulso importante para América Latina como región exportadora. El precio del crudo se movió en un rango estrecho entre los 70 y 80 dólares durante buena parte del último semestre, aunque repuntó por encima de estos niveles hacia el final del período. Los precios de los metales se acercaron a sus máximos anuales y los de las materias primas agrícolas subieron también tras el verano, en parte como consecuencia de las restricciones comerciales impuestas por Rusia.

En este contexto, la recuperación que los mercados financieros internacionales habían experimentado en los primeros meses del año se ha visto frenada en los seis últimos meses. Entre mayo y junio, el factor dominante fue la incertidumbre relativa a la situación fiscal en el área del euro. La publicación de los *stress tests* de las entidades bancarias europeas en julio favoreció cierta mejoría, pero el foco de atención se trasladó poco después a las dudas sobre la sostenibilidad de la actual recuperación en las economías desarrolladas. Esta situación se tradujo en una mayor volatilidad y aversión al riesgo en los mercados, así como en un movimiento de huida hacia activos más seguros, que ha tendido a atenuarse posteriormente, si bien permanecen activos algunos focos de vulnerabilidad fiscal en Europa.

En el ámbito de la política monetaria, los principales bancos centrales mantuvieron sus tipos de interés oficiales cercanos a cero. Sin embargo, frente a las expectativas existentes tan solo hace seis meses sobre un posible comienzo de la estrategia de salida de las medidas excepcionales, el debilitamiento de las economías ha traído consigo un retraso en las expectativas de normalización de los niveles de tipos de interés, e incluso ha llevado recientemente al Banco de Japón a adoptar nuevas medidas extraordinarias, mientras que en Estados Unidos y en Reino Unido se plantea la posibilidad de ampliar el estímulo cuantitativo. En este contexto, los tipos de interés a diez años en Estados Unidos, que habían tendido a la normalización (al alza) hasta el mes de abril, disminuyeron sensiblemente en los meses posteriores [más de 150 puntos básicos (pb), hasta niveles cercanos al 2,50%], pese al fuerte volumen de emisiones soberanas.



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Índices en dólares.

nas. En los mercados cambiarios, el dólar funcionó inicialmente como activo refugio y se fortaleció frente al euro hasta el mes de julio, dada la creciente incertidumbre asociada a la deuda soberana de algunas economías europeas. No obstante, parte del movimiento apreciatorio del dólar tendió a corregirse desde agosto por las dudas sobre el crecimiento en Estados Unidos y por la creciente probabilidad de nuevos estímulos monetarios; en septiembre, el fortalecimiento del yen propició la primera intervención del Banco de Japón en los mercados de cambios en más de cinco años. Esta intervención pone de manifiesto la creciente sensibilidad de muchos países, incluidas algunas economías desarrolladas, al riesgo de sobrevaloración de los tipos de cambio, así como el mayor activismo para mitigarla, a través de la acumulación de reservas y, de modo cada vez más generalizado, del establecimiento de controles de capital en las economías emergentes.

Los mercados emergentes evolucionaron a grandes rasgos en línea con los mercados globales y, aunque no fueron ajenos a los episodios de volatilidad y mayor aversión al riesgo del semestre, sí mostraron una mayor resistencia relativa. Los diferenciales soberanos, aproximados por el EMBI+, se ampliaron moderadamente durante el episodio de turbulencias generadas por la situación fiscal en Europa, para después reducirse hasta el entorno de los 280 pb, muy cercanos a los mínimos del año y al nivel que mantenía este diferencial antes de la crisis financiera global.

Por regiones, se observó un comportamiento algo mejor del EMBI asiático que los correspondientes a América Latina y a Europa del Este. Las bolsas, aproximadas por los índices MSCI en dólares, tendieron a estabilizarse hasta el mes de agosto, pero experimentaron importantes subidas en septiembre y en octubre. El índice bursátil de Europa del Este mostró, sin embargo, una evolución peor que la del resto de regiones y sigue más lejos de los niveles previos a la crisis de 2008 que los de las otras áreas. Pese a que el dólar funcionó como activo refugio en algunos episodios de inestabilidad del semestre, las divisas de las regiones emergentes tendieron a recuperarse, y cerraron el período en niveles de apreciación cercanos a los máximos del año. Por su parte, el renminbi chino se apreció muy gradualmente (por encima del 2%) frente al dólar, a pesar del anuncio, realizado en junio, de una mayor flexibilidad de la divisa.

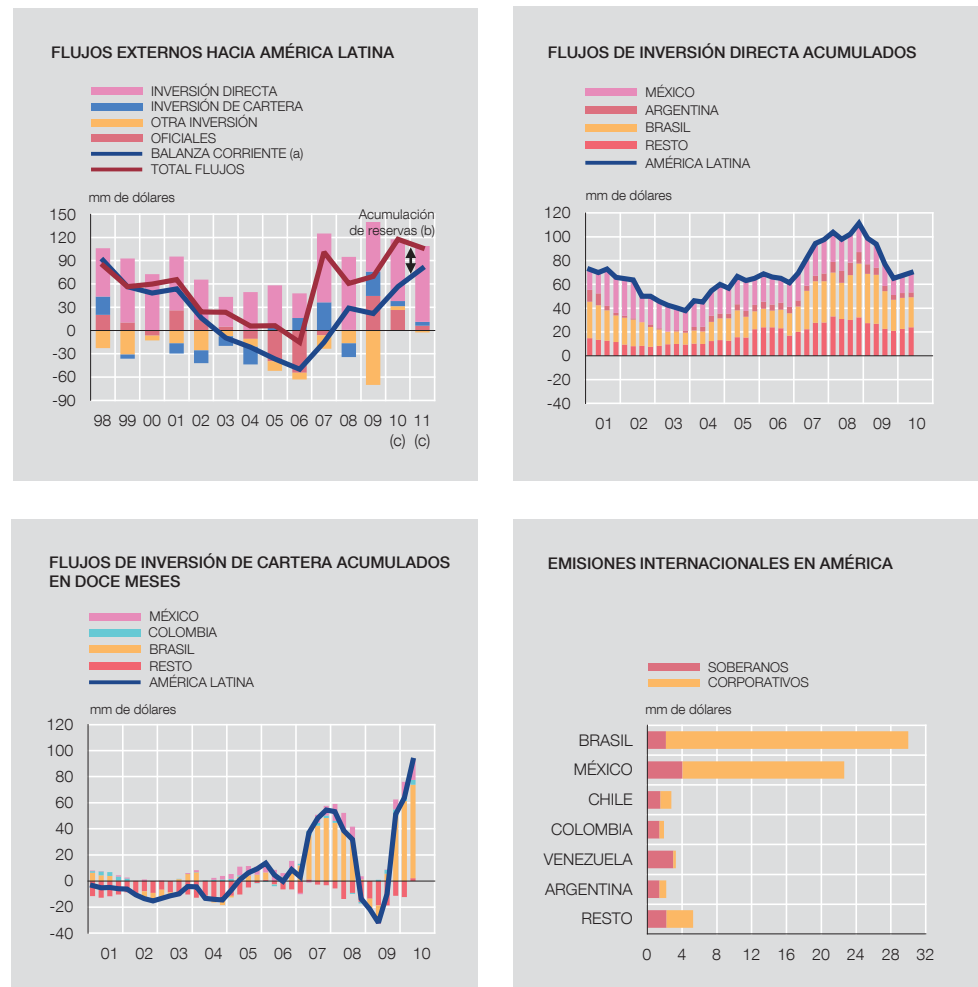
### ***Mercados financieros y financiación exterior***

Los aspectos más destacados de la evolución de los mercados financieros latinoamericanos en los últimos seis meses fueron, inicialmente, su notable resistencia ante las tensiones desencadenadas, primero, por las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda soberana de algunos países europeos y, posteriormente, por el debilitamiento de la economía americana. A pesar de dicha resistencia, los mercados latinoamericanos no fueron completamente inmunes y experimentaron un cierto aumento de la volatilidad entre mayo y junio, acompañado de una moderada depreciación en algunos tipos de cambio —en particular, del real brasileño, el peso colombiano y el peso chileno, que previamente venían apreciándose con fuerza—, de una ampliación de los diferenciales soberanos y de una cierta caída en las bolsas. A partir de julio, los mercados retomaron una tendencia alcista que se ha intensificado en todos los segmentos (bolsa, bonos, mercados cambiarios) en las últimas semanas, en particular a partir de la intervención del Banco de Japón en los mercados de cambios, a mediados de septiembre, y coincidiendo con el aumento de las expectativas de nuevos estímulos monetarios en Estados Unidos.

De hecho, durante los últimos meses ha tenido lugar una cierta recomposición de los flujos de capital, en una doble dirección. Por un lado, hacia los mercados emergentes, en particular aquellos con favorables perspectivas de crecimiento y diferenciales positivos en los tipos de interés, como los latinoamericanos. Por otro, a favor de los flujos de cartera y, con cierto retraso, de la inversión extranjera directa, que, aunque se ha recuperado desde los mínimos de la crisis, se sitúa muy por debajo de los niveles previos a ella. Así, cabe destacar que los flujos de inversión de cartera acumulados en los últimos doce meses en América Latina ya se situaban en el segundo trimestre (últimos datos disponibles) en máximos históricos (cerca de 100 mm de dólares), concentrándose mayoritariamente en Brasil. Sin embargo, los flujos de inversión directa en términos acumulados hasta la misma fecha se situaban algo por encima de los 60 mm de dólares, con una distribución más proporcional entre Brasil, México y el resto de América Latina (véase gráfico 3). En este contexto, se ha producido también un fuerte aumento del volumen de emisiones internacionales tanto públicas como privadas, tras el cierre temporal de los mercados durante esos meses de primavera.

Los tipos de cambio de la mayoría de las divisas latinoamericanas (pero especialmente del real brasileño, del peso colombiano y del peso chileno), que habían tendido a fortalecerse a partir del verano, han intensificado su ritmo de apreciación, situándose en octubre en niveles cercanos a los máximos de 2008. Desde principios de año, el peso colombiano acumula una apreciación de más de un 15% frente al dólar, apreciación que ha sido algo más moderada en los casos del peso chileno, el real brasileño y el sol peruano, pero que, si se cuenta desde los mínimos de 2008, supera el 40% en Brasil y el 30% en Chile y en Colombia (véase gráfico 4). En cambio, el peso mexicano se ha mantenido relativamente estable durante todo el período —salvo en el momento de mayor inestabilidad en Europa, cuando tendió a apreciarse— y el peso argentino mantuvo su gradual pero constante tendencia a la depreciación (20% acumulado desde mediados de 2008, 5% en lo que va de año).





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

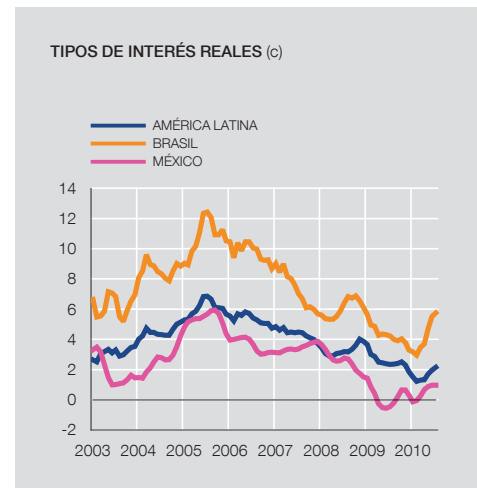
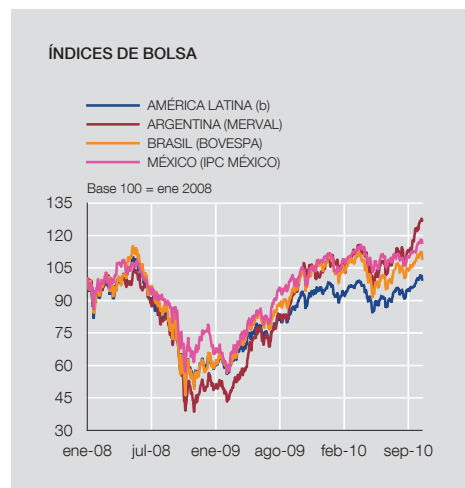
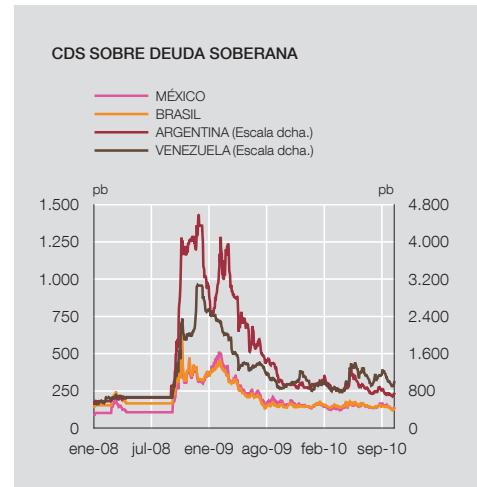
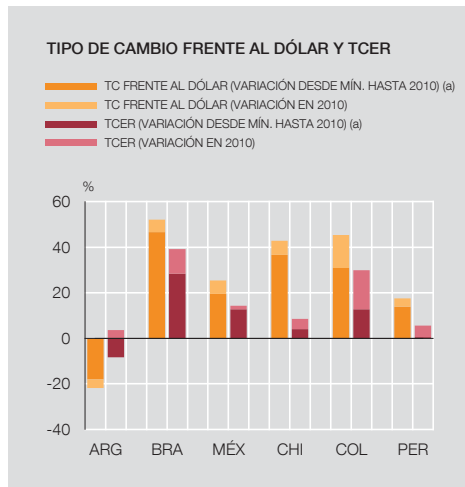
- a. Un signo positivo indica un déficit por cuenta corriente.
- b. Diferencia entre los flujos de inversión y el saldo (-) en cuenta corriente.
- c. Previsiones WEO (octubre de 2010) para 2010-2011.

La apreciación de los tipos de cambio, en paralelo con la subida de las bolsas y el estrechamiento de los diferenciales soberanos, ha reabierto de nuevo en los países afectados la discusión sobre el riesgo que plantean el fuerte aumento de las entradas de capital y la excesiva apreciación de los tipos de cambio, y sobre cómo gestionarlos, principalmente tras las discusiones infructuosas al respecto en el seno de las asambleas del FMI. En este contexto, Brasil aumentó en octubre el impuesto sobre transacciones financieras (IOF) del 2% al 4%, y posteriormente al 6% para los flujos de inversión de renta fija, una medida equivalente a la introducción de un control de capitales vía precios; Perú introdujo diversos controles de capital e incluso países como Chile, tradicionalmente inclinados a no intervenir en el mercado de cambios, han dejado la puerta abierta a su consideración, como último recurso. En este contexto, la acumulación de reservas ha proseguido, de forma que estas se sitúan en máximos históricos, y algunos países están moderando el ritmo de subida de los tipos de interés oficiales (Brasil, Perú y Chile).

De la evolución de los *swaps* de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*, CDS), cabe destacar la estabilidad mostrada por estos en Brasil, México y Chile (donde oscilaron en un rango estrecho entre los 100 pb y 150 pb en los dos primeros, y por debajo de los 100 pb en

**SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO (CDS) SOBRE DEUDA SOBERANA, BOLSAS, TIPOS DE INTERÉS REALES, TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR Y TCER**  
Puntos básicos, índices y nivel

GRÁFICO 4



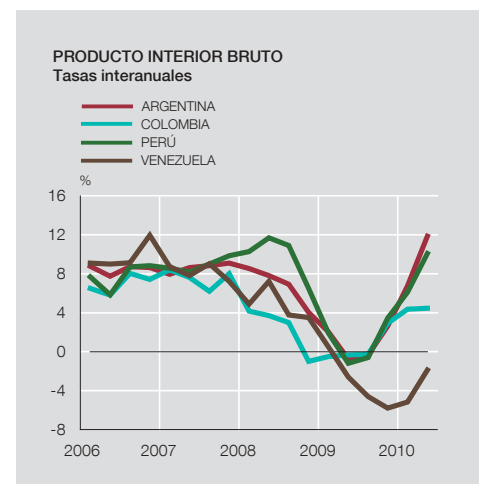
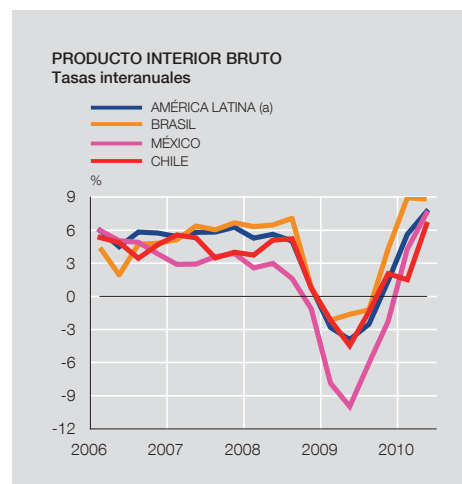
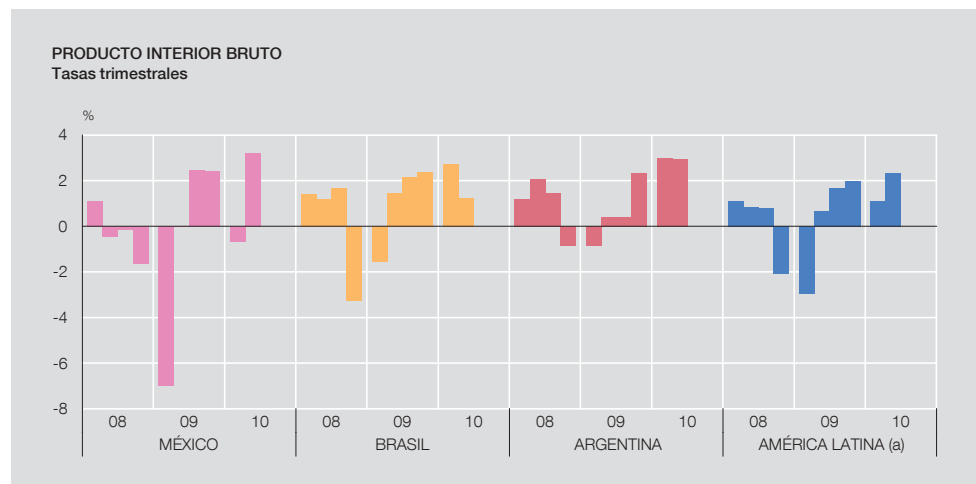
FUENTES: Datastream y JP Morgan.

- a. Mínimo valor desde la quiebra de Lehman Brothers (15.9.2008). Para Argentina se considera el valor en esa fecha concreta.  
 b. Índice MSCI América Latina en moneda local.  
 c. Tipo de interés a corto plazo menos tasa de inflación.

el último), y, en cambio, la fuerte ampliación experimentada por las primas de riesgo en Venezuela y en Argentina (donde los CDS llegaron a alcanzar los 1.400 pb en junio, fuertemente afectados por la crisis soberana europea). En Argentina, estos han retornado recientemente hacia los mínimos de los últimos años (500 pb), tendencia que se inició a partir de la resolución del canje de la deuda impagada en junio. Sin embargo, en Venezuela el deterioro económico, las elecciones y las restricciones en el mercado de cambios propiciaron que los CDS se mantuvieron en niveles cercanos a los máximos hasta muy recientemente. En lo que respecta a la evolución de las bolsas, cabría destacar que las de Argentina, México y Brasil cedieron en torno a un 15% entre mayo y junio, pero se recuperaron gradualmente desde esa fecha, hasta situarse en septiembre nuevamente en torno a máximos del año, alcanzando en el caso de Argentina un máximo histórico. Con todo, las bolsas que experimentaron mayores ganancias han sido las de Chile y Colombia (más de un 30% desde comienzos de año).

**Actividad y demanda**

El crecimiento económico sorprendió al alza en la mayor parte de las economías de América Latina en la primera parte del año. Al mismo tiempo, la contribución de la demanda interna al



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

crecimiento interanual de la región fue aumentando, hasta superar los 10 pp (aunque con una aportación importante de las existencias), mientras que la demanda externa detrajo más de dos puntos en el segundo trimestre. Esta composición replica el patrón previo a la crisis, aunque de un modo mucho más acusado.

Todas las economías —con las excepciones de México y, sobre todo, de Venezuela, que sigue en fase recesiva— mostraron un fuerte dinamismo en el primer semestre. El primer trimestre registró un fuerte aumento en el ritmo de crecimiento interanual de la región, de más de cuatro puntos, hasta el 5,6%, que estuvo en cierto modo sesgado al alza por un efecto base (la tasa intertrimestral fue del 1,1%). Sin embargo, en el segundo trimestre la aceleración de la actividad fue más clara, con un crecimiento intertrimestral del 2,3%, que llevó la tasa interanual al 7,7%. Cabe destacar el dinamismo mostrado por la economía de Brasil, que creció a ritmos cercanos al 9% interanual en ambos trimestres, apoyada en la fortaleza de la demanda interna (véase gráfico 5), y que sirvió como impulso a sus socios comerciales más cercanos: Argentina (que creció un 11,8% interanual en el segundo trimestre) y Uruguay (10,4% interanual), algo que no era habitual en el pasado (véase recuadro 1). En los últimos meses se ha observado, sin embargo, una cierta moderación en Brasil (principalmente, en el sector industrial, afectado por el fin de algunas exenciones fiscales a la inversión), aunque

La integración exterior de las economías latinoamericanas ha experimentado en los últimos años una importante reorientación, en particular de su comercio<sup>1</sup>. Así, desde finales de los años ochenta, pero especialmente en la segunda mitad de la presente década, la región ha registrado un incremento de la apertura comercial de sus economías (medida como suma de exportaciones e importaciones sobre el PIB), hasta el 46% en el año 2010 o acompañada de una mayor diversificación de los países de destino de sus exportaciones, como atestigua el descenso acusado de los índices Herfindahl que miden la concentración del comercio exterior<sup>2</sup>.

Las principales tendencias en la reorientación comercial exterior de la región se presentan en el gráfico 1 y en el cuadro 1. Como se puede observar, Estados Unidos sigue siendo el principal socio comercial de América Latina, si bien su importancia relativa ha disminuido sustancial-

mente en la última década. En particular, Estados Unidos ha pasado de representar en el año 2000 el 55% de las exportaciones e importaciones de los nueve principales países latinoamericanos, al 38% en 2010. Este espacio ha sido ocupado, en buena medida, por las economías emergentes de Asia, cuya cuota pasó del 4,9% al 14,7% en el mismo período; y, dentro de estas, por China, que aumentó desde el 1,3% del comercio exterior de la región al 9,3%. Entre dichas fechas, el comercio intrarregional ha pasado del 14,4% al 17,6%. Estos resultados generales están influidos, sin embargo, por las cifras de México, el mayor exportador e importador de la región, que en la década de los ochenta estaba ya muy ligado a Estados Unidos (63% de exportaciones e importaciones) y poco al resto de América Latina (5,8%), y que aumentó su dependencia tras la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte en 1995 (hasta el 81,5% en las exportaciones en 2010)<sup>3</sup>. En una situación similar se encuentran los países de Centroamérica y el Caribe, cuya dependencia comercial de Estados Unidos aumentó hasta el

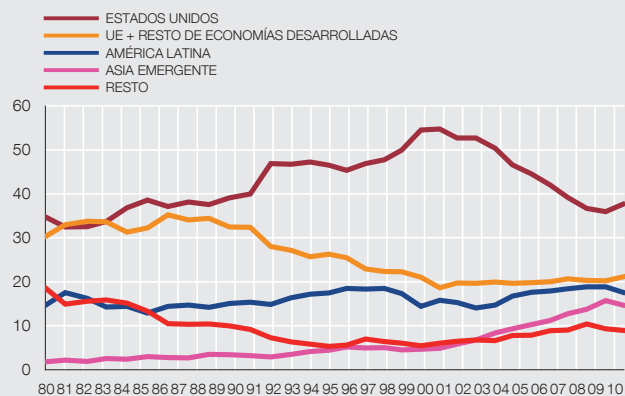
1. En el recuadro se hace referencia a la integración comercial. La integración financiera de la región, medida como los activos y pasivos frente al exterior, prácticamente no ha aumentado desde el año 2000 (del 98% del PIB al 102% en 2009). 2. Estos índices estarían por debajo, por ejemplo, de los calculados para España (en torno a 10 para las exportaciones y 7,5 para las importaciones).

3. Eliminando México del análisis, las tendencias descritas anteriormente son aún más claras: Estados Unidos representa el 19% del comercio exterior de la región sin México, una cuota parecida a la de Asia emergente (18%), y por detrás del comercio intrarregional (25,6%) y de la UE (24,2%).

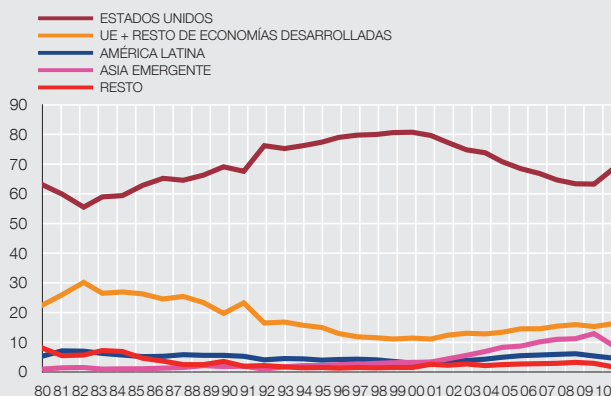
LA REORIENTACIÓN COMERCIAL DE AMÉRICA LATINA

GRÁFICO 1

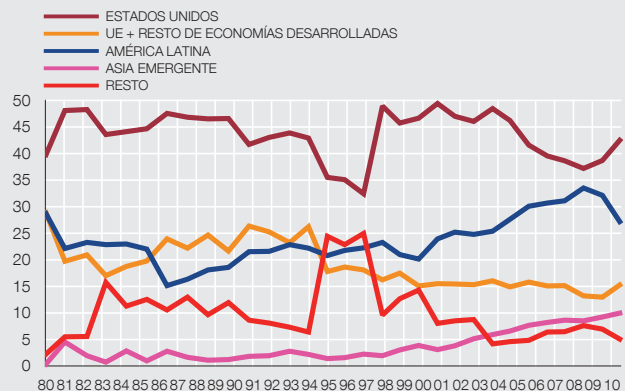
AMÉRICA LATINA: INTEGRACIÓN COMERCIAL (a)



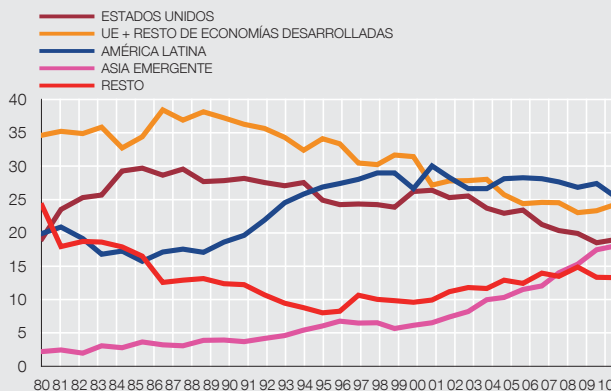
MÉXICO: INTEGRACIÓN COMERCIAL (a)



CENTROAMÉRICA Y CARIBE (b): INTEGRACIÓN COMERCIAL (a)



AMÉRICA DEL SUR (c): INTEGRACIÓN COMERCIAL (a)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a. Porcentaje del total de exportaciones e importaciones con cada país/bloque representado
- b. República Dominicana, Guatemala, Costa Rica, Honduras, El Salvador, Nicaragua, Jamaica, Haití y Bahamas
- c. Argentina, Brasil, Uruguay, Colombia, Chile, Perú, Venezuela y Ecuador.

49,2% en el 2000, y registró un nuevo repunte tras la firma de varios acuerdos de libre comercio con el vecino del Norte, que complementan al conjunto de tratados contenidos en CAFTA + DR<sup>4</sup>. En todo caso, in-

cluso en estos países, el peso de Asia emergente —y, en concreto, de China— ha crecido sustancialmente en los últimos años, si bien se encuentra aún en niveles relativamente bajos (4,6% del total). En cambio, la evolución del comercio exterior en los principales países de Sudamérica ilustra el aumento del comercio intrarregional y el alcance de la diversificación hacia Asia, hasta el punto de que desde 2004

4. Por sus siglas en inglés, Tratado de Libre Comercio de América Central y la República Dominicana.

## REORIENTACIÓN COMERCIAL: PRINCIPALES SOCIOS

CUADRO 1

	EXPORTACIONES						IMPORTACIONES						ÍNDICE HERFINDAHL (a)		% DEL PIB	
	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.		
<b>Argentina</b>																
1980-1990 EEUU	11,8	Holanda	10,0	Brasil	8,2	EEUU	20,3	Brasil	13,9	Alemania	10,2	4,1	8,9	9,0	6,2	
2006-2010 Brasil	19,0	China	8,0	Chile	7,7	Brasil	32,5	EEUU	12,8	China	10,7	6,3	14,0	23,7	19,0	
<b>Brasil</b>																
1980-1990 EEUU	25,0	Holanda	6,6	Japón	6,4	EEUU	18,8	Irak	10,7	A. Saudí	9,5	8,2	7,2	10,1	7,9	
2006-2010 EEUU	14,3	Argentina	8,7	China	8,6	EEUU	15,6	China	11,3	Argentina	8,4	4,7	5,9	13,2	12,1	
<b>México</b>																
1980-1990 EEUU	62,2	España	6,7	Japón	6,4	EEUU	64,7	Alemania	5,2	Japón	5,0	39,9	42,6	16,6	13,6	
2006-2010 EEUU	81,5	Canadá	2,9	Alemania	1,5	EEUU	50,1	China	10,9	Japón	5,4	66,5	27,1	28,1	29,7	
<b>Chile</b>																
1980-1990 EEUU	19,4	Japón	11,8	Alemania	10,7	EEUU	21,2	Japón	9,0	Brasil	8,6	7,9	7,5	27,2	26,5	
2006-2010 China	15,0	EEUU	12,5	Japón	9,9	EEUU	18,8	China	11,6	Argentina	10,0	6,5	7,7	44,0	33,8	
<b>Colombia</b>																
1980-1990 EEUU	35,5	Alem.	14,2	Holanda	5,2	EEUU	35,2	Japón	9,9	Alemania	6,7	15,8	15,0	14,9	13,9	
2006-2010 EEUU	36,1	Venezuela	15,6	Ecuador	4,2	EEUU	29,1	China	9,6	México	8,4	16,3	11,3	17,3	21,2	
<b>Venezuela</b>																
1980-1990 EEUU	40,8	Canadá	5,0	Ant. Hol.	4,5	EEUU	46,0	Alemania	7,0	Japón	6,4	17,9	23,0	27,5	22,2	
2006-2010 EEUU	38,9	Ant. Hol.	8,1	China	3,7	EEUU	26,5	Colombia	13,1	Brasil	9,9	16,2	10,9	29,2	22,3	
<b>Perú</b>																
1980-1990 EEUU	30,0	Japón	12,5	R. Unido	5,1	EEUU	31,5	Japón	7,7	Alemania	7,1	11,7	12,2	16,7	16,2	
2006-2010 EEUU	20,2	China	14,1	Canadá	8,7	EEUU	22,1	China	10,6	Brasil	8,5	8,5	8,6	27,2	22,4	
<b>Ecuador</b>																
1980-1990 EEUU	51,4	Japón	3,9	Panamá	3,8	EEUU	32,5	Japón	11,4	Alemania	7,9	27,0	13,6	25,6	24,7	
2006-2010 EEUU	43,3	Perú	9,5	Chile	6,0	EEUU	23,2	Colombia	10,6	Venezuela	9,8	21,0	9,2	35,7	36,6	
<b>Uruguay</b>																
1980-1990 Brasil	19,4	EEUU	10,8	Alemania	8,9	Brasil	20,4	Argentina	12,3	EEUU	9,3	7,4	8,4	21,8	19,6	
2006-2010 Brasil	17,4	China	8,2	Argentina	7,5	Argentina	19,7	Brasil	17,8	China	9,9	6,1	10,1	28,4	30,0	
<b>América Latina</b>																
1980-1990 EEUU	36,6	Japón	5,9	Alemania	4,6	EEUU	36,6	Alemania	6,7	Japón	6,3	14,7	15,1	14,5	12,0	
2006-2010 EEUU	43,2	China	5,4	Brasil	2,7	EEUU	33,1	China	10,6	Brasil	5,3	19,6	13,3	22,4	21,1	
<b>América Latina sin México</b>																
1980-1990 EEUU	27,6	Japón	5,7	Alemania	5,7	EEUU	26,2	Alemania	7,3	Japón	6,8	9,3	9,2	13,6	11,3	
2006-2010 EEUU	20,8	China	8,1	Brasil	3,8	EEUU	18,9	China	10,3	Brasil	8,3	6,2	6,7	20,1	17,7	

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

a. Suma del cuadrado de las cuotas de cada socio comercial en el total del comercio exterior de cada país o región. El índice está acotado, por tanto, entre 0 y 100.

América Latina es el principal origen y destino de las exportaciones e importaciones de Sudamérica, y la cuota de Asia emergente aumenta (fundamentalmente, por China) desde el 6,5% en 2000 al 18% en 2010.

Los factores que han impulsado esta reorientación han sido, por un lado, el desarrollo, con sus altibajos, de los acuerdos comerciales regionales más avanzados, como el MERCOSUR<sup>5</sup>, junto con la nueva estrategia de buscar acuerdos comerciales bilaterales con la cuenca del Pacífico seguida por algunos países andinos, como Chile, Perú y, en menor medida, Colombia; por otro lado, el fuerte y prolongado incremento de la demanda (y de los precios) de las materias primas —principales productos de exportación de buena parte de

5. El aumento del comercio intrarregional se ha basado, en cambio, fundamentalmente, en manufacturas —y, dentro de estas, en las de bienes de consumo de tecnología media, como los automóviles—, lo cual podría explicar el descenso de la cuota de la región a partir de la crisis de 2008.

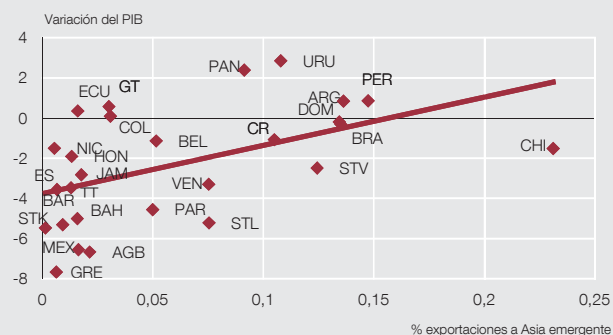
América Latina—<sup>6</sup>, que ha tenido carácter global, pero que ha sido mucho más intenso por parte de Asia, y en concreto de China. La salida de este país a los mercados de productos básicos lo ha convertido en el primer importador del mundo tanto de materias primas agrarias (17,4% del total de importaciones mundiales) como de metales (20,7% del total), así como el tercero de petróleo (6,7% del total, detrás solo de Estados Unidos y de Japón)<sup>7</sup>. La bonanza de las materias primas a partir del año 2003 ha elevado, igualmente, su valor

6. Brasil es el noveno exportador mundial de materias primas agrarias y el quinto de alimentos; Venezuela, el noveno de combustibles fósiles, y Chile, el quinto de metales. 7. En comercio bilateral de productos básicos, China aparece como el primer socio comercial en Brasil (20,9% del total de exportaciones de materias primas en los cinco últimos años, frente al 8,9% de las exportaciones generales); en Argentina es el primer destino del aceite de soja (30,9% del total), semillas de soja (79,2%), petróleo (42,8%) y cuero (35%); en Perú, más del 87% del comercio con China son materias primas, y China es el primer socio comercial en la mayoría de los metales, como cobre (38% del total) o plomo (60% total). En Chile, el 43% de todo el cobre exportado se dirige a China.

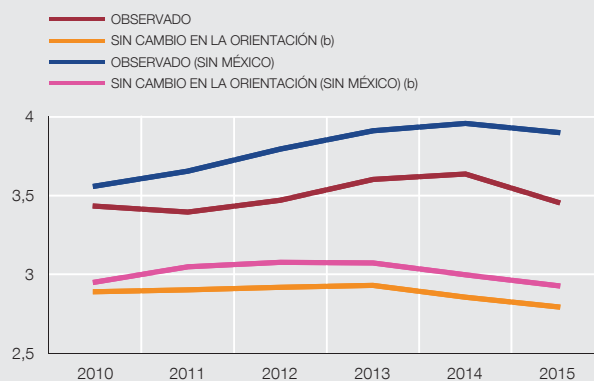
REORIENTACIÓN COMERCIAL: PERSPECTIVAS Y RIESGOS

GRÁFICO 2

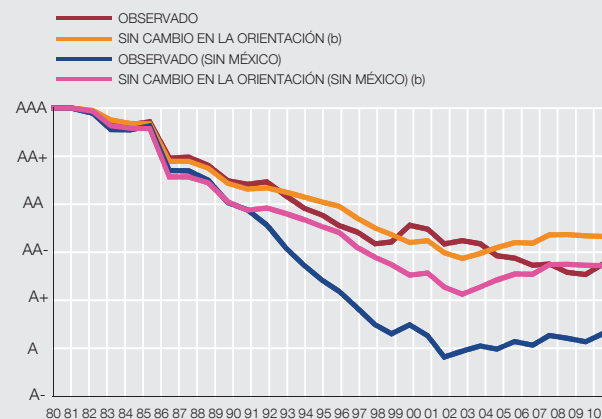
AMÉRICA LATINA: VARIACIÓN DEL PIB Y COMERCIO EXTERIOR



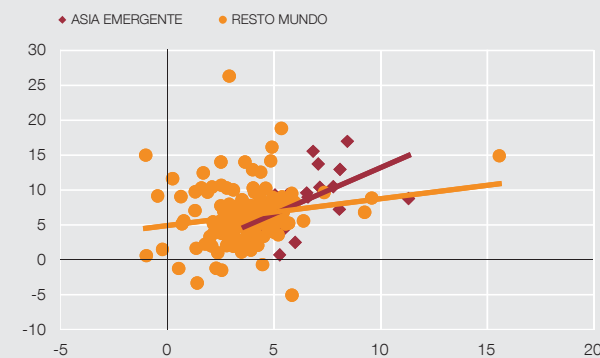
AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO DEL PIB DE SOCIOS COMERCIALES (c)



AMÉRICA LATINA: RIESGO PONDERADO DE LOS SOCIOS COMERCIALES (a)



RELACIÓN CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LAS IMPORTACIONES



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a. Rating de los socios comerciales de la región ponderado por su participación en el comercio.
- b. Manteniendo la estructura comercial de los ochenta-noventa para todo el período.
- c. Crecimiento del PIB de los socios comerciales de la región ponderado por su participación en el comercio.

en el total de las exportaciones (del 25% al 34,1%, o del 55,6% al 64,4% para los países andinos), lo que explica, por tanto, buena parte del aumento de la apertura de la región<sup>8</sup>. En este contexto, China tiene un importante potencial adicional que desarrollar, a pesar del fuerte incremento observado en la cuota de comercio latinoamericano, dado que ningún país de la región ha firmado acuerdo alguno de libre comercio extensivo con el gigante asiático<sup>9</sup>.

Esta reorientación del comercio exterior ha favorecido a la región durante la crisis financiera internacional, dado que a la rápida recuperación de la actividad ha contribuido la reactivación de la demanda externa, una vez que el comercio mundial —especialmente, en Asia— comenzó a crecer de nuevo y los precios de las materias primas se recuperaron de su desplome. La estructura geográfica del comercio exterior explicaría también en parte la heterogeneidad del impacto de la crisis en la región, con México y Centroamérica, los países más dependientes del comercio con Estados Unidos, registrando recesiones sin precedentes desde los años treinta y, en cambio, descensos del PIB relativamente reducidos en comparación con el pasado para los países que han aumentado su comercio con Asia (véase gráfico 2).

De cara al futuro, la nueva estructura del comercio exterior puede ayudar a consolidar la demanda exterior de América Latina, dado que la reorientación se produce hacia economías más dinámicas y que se prevé que sean los motores del crecimiento mundial en los próximos años. Así, en el gráfico 2 se presenta una estimación del cre-

cimiento del PIB en los países con los que comercia la región, lo que puede constituir un indicador de crecimiento potencial de los mercados de exportaciones latinoamericanos hasta el año 2015. Así, si los países latinoamericanos hubieran mantenido la estructura comercial de la década de los ochenta, el crecimiento del PIB de sus socios sería 0,6 pp inferior en media entre 2010 y 2015 al que registraría con la estructura actual. Si se excluye México del cálculo, la diferencia es aún mayor, cercana a los 0,8 pp en media. Además, estos nuevos socios comerciales de América Latina registran una mayor elasticidad de las importaciones al crecimiento del PIB que el resto del mundo (véase gráfico 2), y necesitan casi el doble de energía que los desarrollados para generar 1.000 dólares de PIB, productos en los que están especializados, entre otros, los países latinoamericanos.

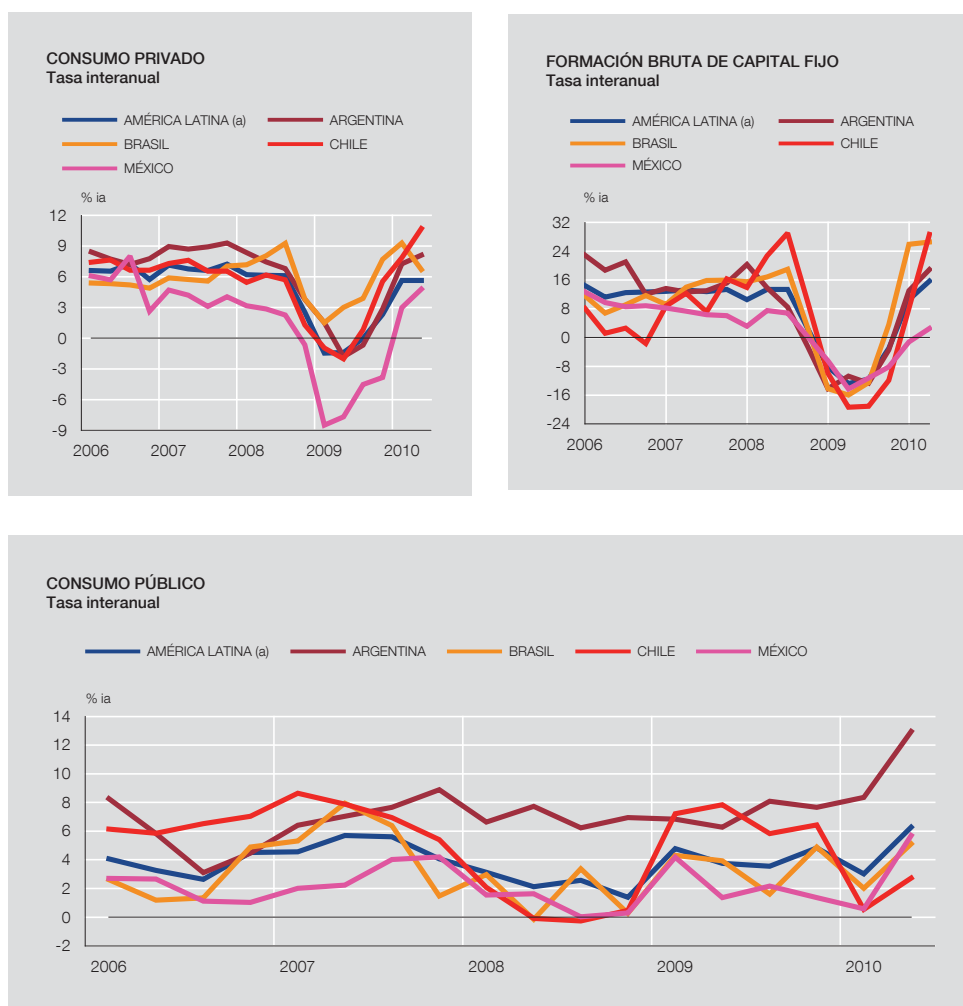
Por otro lado, la nueva estructura de comercio exterior implica, igualmente, un riesgo algo mayor, como se aprecia en el gráfico 2. Así, la calificación soberana (en media ponderada por el peso de los países en el comercio exterior) del grupo de países con el que comercia América Latina es más baja que si la región hubiera mantenido la estructura geográfica de exportaciones e importaciones de la década de los ochenta, si bien es cierto que el riesgo sigue siendo reducido y que, tras la crisis, las perspectivas de riesgo de los países asiáticos han mejorado relativamente las de los países avanzados. Por último, otro elemento de debilidad que cabe señalar es que todas estas tendencias podrían consolidar un modelo exportador basado en las materias primas, que, como la historia demuestra, puede en algunos casos ir en detrimento del desarrollo de otros sectores más dinámicos y, en última instancia, limitar las posibilidades de crecimiento. Romper esta tendencia es uno de los retos principales a los que se enfrenta la región en los próximos años.

8. CEPAL (2010), *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe*. 9. Chile en 2005 y, más recientemente, Perú y Costa Rica en 2010 han sido los pioneros en buscar un acuerdo de este tipo.

manteniendo tasas de crecimiento elevadas, en un contexto de fortaleza del mercado de trabajo (la tasa de paro se situó en mínimos del 6,7% de la población activa en agosto), continuado impulso del crédito de la banca pública (que crece en torno a un 30% interanual) y favorables indicadores de confianza de empresarios y consumidores<sup>2</sup>. Por su parte, en Chile (con un crecimiento del 6,5% interanual en el segundo trimestre) y en Perú (10,1%) la actividad alcanzó tasas muy elevadas, principalmente como consecuencia de la recuperación de la demanda interna y, más específicamente, de la inversión. Por el contrario, México siguió mostrando una recuperación más bien débil, dependiente del exterior y ligada al ciclo industrial estadounidense, y con una contribución escasa de la demanda interna. En este contexto, aunque en el segundo trimestre la actividad mostró un crecimiento importante (2,3% intertrimestral, 7,6% interanual), parte de él puede atribuirse a un efecto base y a una acumulación de existencias relativamente importante (véase la sección final sobre evolución económica por países).

El análisis de la composición del PIB por el lado de la demanda identifica los motores del crecimiento a escala regional: por un lado, la fuerte recuperación de la formación bruta de capital

2. Sin embargo, por el momento, dicha desaceleración sirvió de marco para justificar, junto con otras razones de tipo estructural, la interrupción del ciclo de elevación de los tipos de interés en Brasil a finales de agosto.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

(que anotó un crecimiento cercano al 17% interanual en el segundo trimestre) y, por otro, la expansión del consumo privado (5,8% interanual) (véase gráfico 6), cuyos determinantes principales mantuvieron, con escasas excepciones, un comportamiento muy positivo durante todo el período. La inversión fue espoleada por la mejora de las perspectivas de crecimiento, que ha dado lugar a una revisión al alza de los indicadores de confianza empresarial, la subida de los precios de las materias primas, el descenso de los tipos de interés reales y la mayor disponibilidad de financiación (tanto externa como interna, con la gradual tendencia a la recuperación del crédito). Estos factores permitieron superar, en términos generales, el parón en las decisiones de inversión que se produjo entre finales de 2008 y 2009. Aun así, las tasas de inversión sobre PIB se mantienen, en promedio, unos 3 pp por debajo de los máximos que alcanzaron a comienzos de 2008, en un contexto de cierre gradual de las brechas de producción. Además de ello, en algunos países se produjeron *shocks* específicos (la cosecha agrícola récord y el impulso de la exportación de manufacturas a Brasil en Argentina, el terremoto sufrido por Chile y el rebote posterior de la inversión) que permiten explicar en buena parte la pauta mostrada por la inversión en esos países.

En lo que respecta a la evolución del consumo privado, cabe destacar la importante resistencia mostrada por este en la mayor parte de los países, que cabría relacionar con el mejor



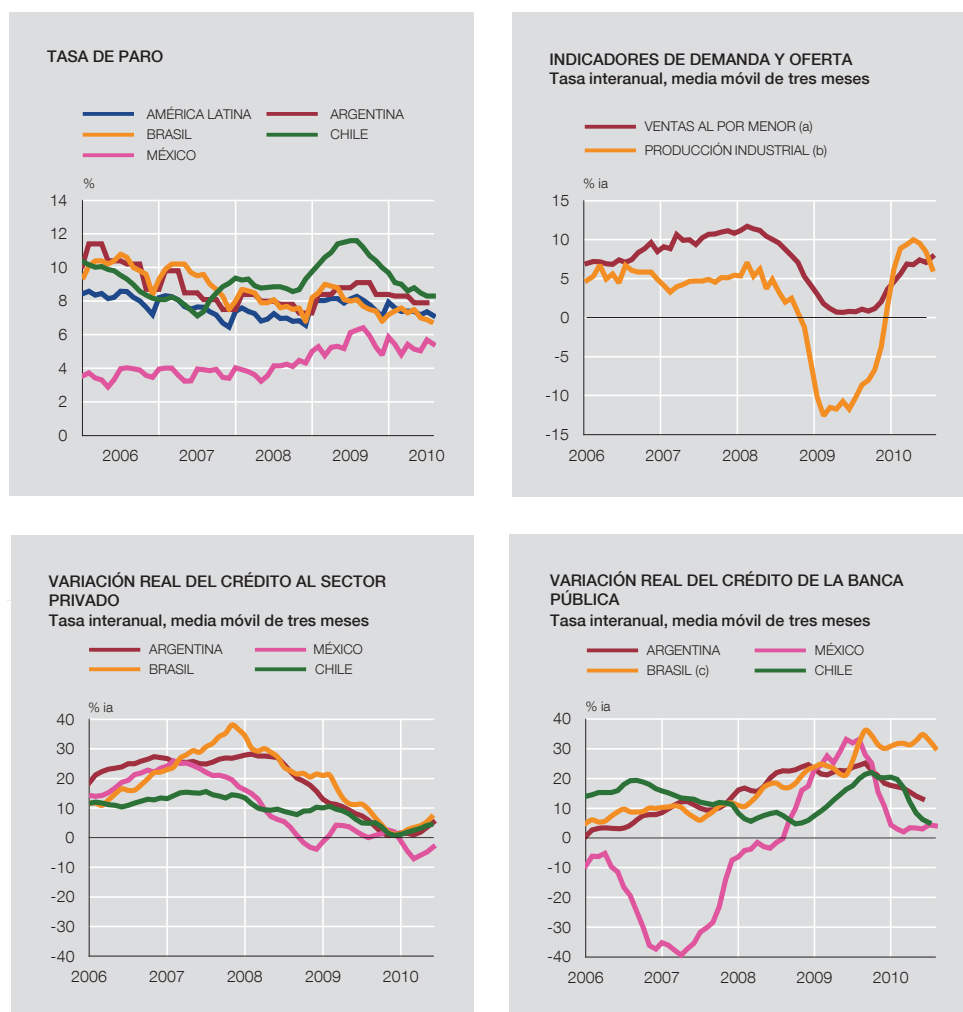
comportamiento de los mercados laborales respecto a crisis anteriores, con la no caída del salario real y probablemente también con la rápida recuperación de la confianza. En este sentido, aunque se observaron diferencias importantes entre los países, cabría destacar que la elasticidad de la tasa de paro a la variación del PIB fue menor que en anteriores recesiones<sup>3</sup>. En segundo lugar, si bien se produjeron una reducción del empleo asalariado privado y un aumento del trabajo por cuenta propia y del trabajo familiar no remunerado —interrumpiéndose así el proceso de reducción relativa del sector informal observado en los años previos—, no hubo una precarización generalizada del trabajo asalariado<sup>4</sup> (una notable excepción sería México). Un factor explicativo crucial es que muchos de los Gobiernos de la región tuvieron capacidad de poner en práctica políticas macroeconómicas anticíclicas, cuando en crisis anteriores se vieron obligados a adoptar políticas de ajuste. Parte de estas políticas tuvo un impacto positivo sobre el empleo —por ejemplo, aumentos de la inversión pública, programas de empleo de emergencia (creación de empleos temporales para desocupados en trabajos de mantenimiento o construcción de infraestructura de utilidad social), programas dirigidos a la retención en el empleo, políticas de protección social (extensión de la duración de los seguros de desempleo), etc.—. Por otro lado, a diferencia de lo ocurrido en crisis anteriores, los salarios reales no disminuyeron, dadas la baja inflación y la rigidez a la baja de los salarios nominales. En este sentido, cabe destacar que, con cierto retraso respecto a la recuperación mostrada por la actividad, también el crédito al sector privado está recuperándose en la mayor parte de los países (véase gráfico 7), a pesar de la gradual retirada de la banca pública (excepto en Brasil). En México, sin embargo, los determinantes principales del consumo siguieron presentando una significativa debilidad: los ingresos en pesos por remesas se mantienen por debajo de su nivel de hace un año, el crédito para consumo continuó cayendo y el empleo formal se mantuvo por debajo del nivel de octubre de 2008, en un contexto de continuado crecimiento del empleo informal.

La contribución negativa de la demanda externa al crecimiento es otra novedad importante del último semestre. A pesar de que las exportaciones experimentaron un importante aumento en valor, cercano al 30% interanual, en gran parte como consecuencia del aumento del precio de las materias primas, ligado a su vez a la robustez de la demanda de Asia, el dinamismo de la demanda interna tendió a traducirse en un deterioro de la balanza comercial agregada, dado que el crecimiento de las importaciones superó el 45% en junio, moderándose posteriormente. Así, la balanza comercial ha mantenido todavía un superávit ligeramente superior al 2% del PIB regional gracias al impacto favorable de los términos de intercambio (aunque es deficitaria en Brasil y, en menor medida, en México). A pesar del peor comportamiento del déficit de rentas y servicios, el déficit corriente sigue siendo muy reducido (0,3% del PIB a escala regional en el segundo trimestre). Por países, se observa una diferenciación muy nítida entre los países que mantienen un superávit corriente relativamente amplio (principalmente, Venezuela y Argentina) y aquellos en los que la balanza corriente es negativa —especialmente, Brasil, donde el déficit corriente (2,2% del PIB) ha vuelto a registros desconocidos desde 2002, tras el deterioro de los últimos trimestres (véase gráfico 8)—. En cualquier caso, en el conjunto de la región, la intensa afluencia de flujos de capital está permitiendo financiar el déficit corriente holgadamente y, además, acentúa la acumulación de reservas.

Los indicadores de mayor frecuencia del tercer trimestre apuntan a una cierta desaceleración de la actividad a escala regional, en parte como resultado de un efecto base menos favorable, pero también de la moderada restricción de la política monetaria en algunos países. De esta forma, el máximo cíclico en las tasas de crecimiento interanuales podría haberse alcanzado ya

---

3. Véase Banco Mundial (2010), *From Global Collapse to Recovery*, en la parte dedicada a los mercados de trabajo en América Latina. 4. Véase OIT (2010), *Panorama Laboral 2009. América Latina y el Caribe*.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.

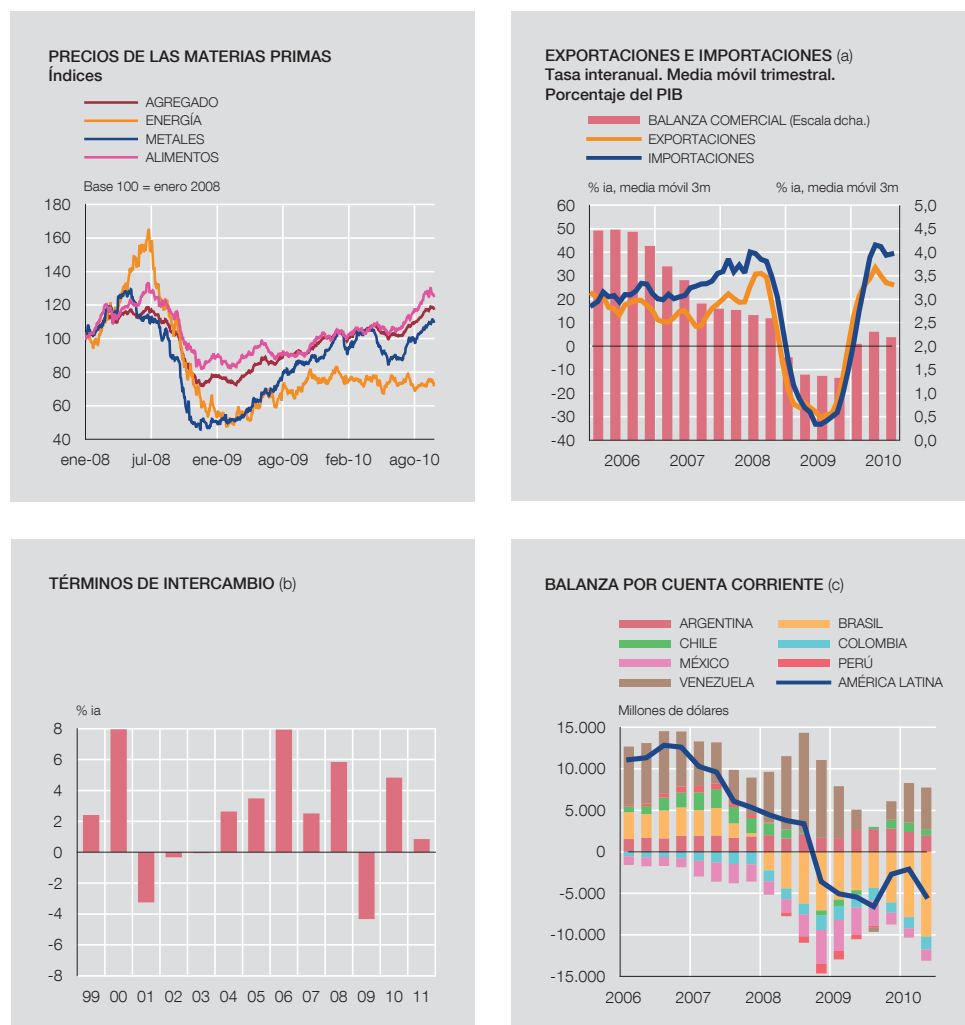
b. Ocho mayores economías.

c. A través de BNDES.

en el segundo trimestre. Chile (donde el impulso de la reconstrucción tras el terremoto está aún por llegar) y Venezuela (donde las tasas podrían cambiar a signo positivo) serían las principales excepciones a esta tendencia general.

### Precios y políticas macroeconómicas

Tras el repunte experimentado hasta el segundo trimestre del año, la inflación medida en el promedio de la región tendió a estabilizarse en tasas del 6,3% interanual en agosto y septiembre, mostrando, en general, un comportamiento más favorable de lo esperado, aunque con importantes diferencias entre países. Dicha estabilización reflejó la moderación experimentada por el crecimiento de los precios de los alimentos y, en menor medida, de la energía, y el mantenimiento de los precios en el resto de los componentes (que serían una aproximación a la inflación subyacente) (véase gráfico 9). En las principales economías con objetivos de inflación (Brasil y México), los precios de consumo convergieron hacia el objetivo central del banco central, situándose en el primer caso la inflación en el 4,7% interanual en septiembre, lo que supone una cesión de cinco décimas respecto a principios de año; y en el segundo, en el 3,7% interanual, 1,3 pp por debajo de los niveles de principios de año. La principal diferencia entre ambos es que en México bajó también la inflación subyacente y, en cambio, en Brasil se



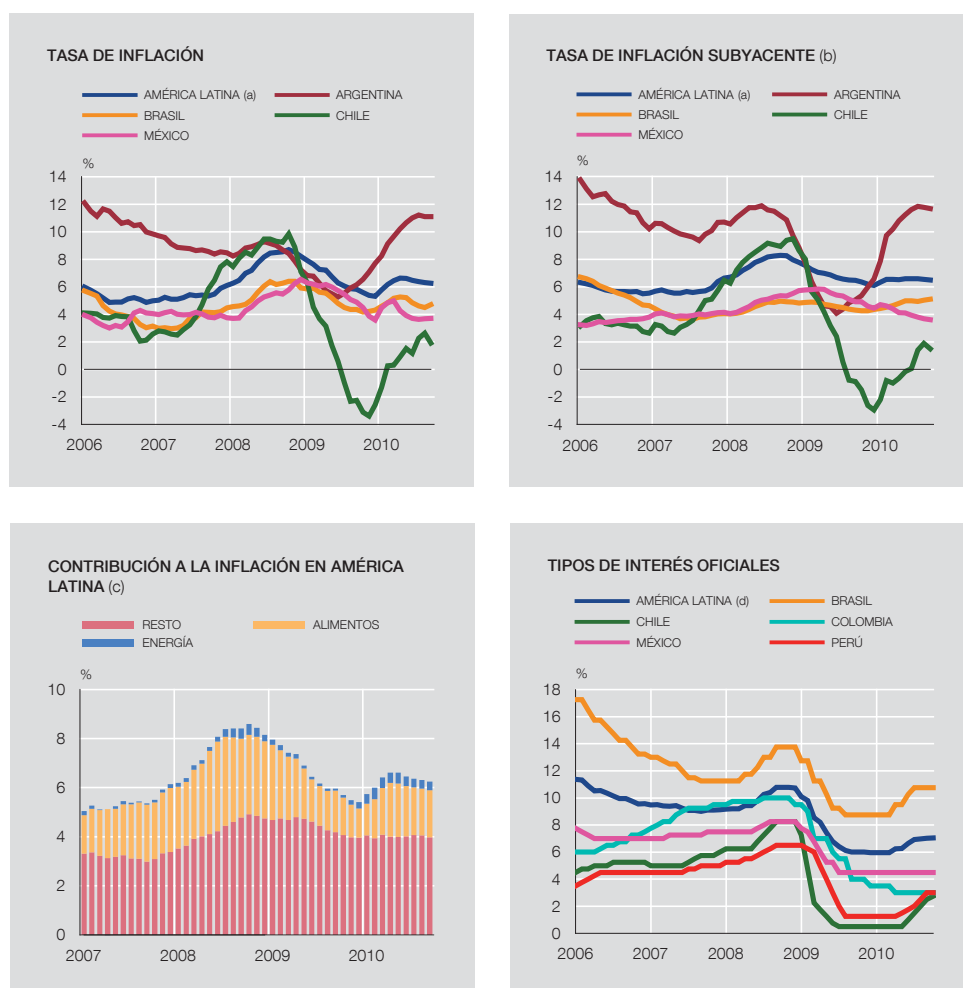
FUENTES: Estadísticas nacionales, IIF, bancos centrales y Banco de España.

- a. Datos de aduanas en dólares, agregación de las siete mayores economías.
- b. Datos y estimaciones de IIF.
- c. Media móvil de cuatro trimestres.

mantuvo estable, aunque relativamente elevada. En Chile, Perú y Colombia los precios siguieron una trayectoria más dispar (al alza en los dos primeros casos, y a la baja en el último), pero los tres se mantuvieron igualmente dentro del rango de objetivos (véase cuadro 2). Tan solo Argentina anotó una apreciable aceleración de la tasa de inflación oficial, por encima del 11% interanual (otras medidas sitúan la inflación muy por encima de este nivel), mientras que en Venezuela esta se mantenía en niveles muy elevados, en torno al 30%.

En este contexto, tres de los bancos centrales de la región que mantienen objetivos de inflación elevaron sus tipos de interés oficiales. Brasil inició el ciclo de subida en abril, acumulando hasta agosto un ascenso de 200 pb (hasta el 10,75%), seguido de Perú en mayo (acumulando 175 pb hasta septiembre, cuando inició una pausa) y de Chile en junio (225 pb). En México y en Colombia los tipos oficiales se mantuvieron estables, en un contexto de mayor holgura en las brechas de producción.

Tanto la mejoría en el comportamiento de la inflación desde abril en Brasil como el endurecimiento de la política monetaria en Brasil, Chile y Perú contribuyeron a mejorar las expectativas



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

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

INFLACIÓN  
Tasas de variación interanual

	2010			2011	
	Objetivo	Septiembre	Expectativas (a)	Objetivo	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	4,7	5,3	4,5 ± 2	5,0
México	3 ± 1	3,7	4,6	3 ± 1	3,9
Chile	3 ± 1	1,9	3,7	3 ± 1	3,2
Colombia	3 ± 1	2,3	3,1	3 ± 1	3,8
Perú	2 ± 1	2,4	2,7	2 ± 1	2,5

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

- a. Expectativas de *Consensus Forecasts* de septiembre de 2010 para final de año, como el objetivo.

de inflación en estos países, tras el deterioro ocurrido en la primera parte del año. Sin embargo, desde una perspectiva de más largo plazo, la evolución reciente de los precios plantea algunas consideraciones. Por un lado, cabría destacar que la inflación ha sido, en general, moderada, en un momento de elevado crecimiento y progresivo cierre de las brechas de producción. Por otro, los precios de las materias primas, que tradicionalmente son un determinante importante de presiones en los precios al consumo de América Latina por su condición de región exportadora, no han ocasionado mayores tensiones en este período, a pesar de su tendencia al alza (más de un 25% desde principios de año el índice de precios de los alimentos, y un 20% el índice general de precios de las materias primas). Es cierto que dichos aumentos se trasladan con algún retraso a los precios de consumo y que han podido verse contenidos, en parte, por la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio en Brasil, Chile y Colombia, pero quizá no en su totalidad. Además, las políticas fiscales y cuasifiscales (por ejemplo, el crédito público) no han adoptado, en prácticamente ningún país, un carácter netamente restrictivo (véase recuadro 2). Finalmente, se constata que, a pesar del endurecimiento de la política monetaria en estos tres países, los tipos de interés reales han seguido siendo extraordinariamente bajos en términos históricos, y aún más en México y en Colombia. Todos estos factores harían pensar que, a pesar del favorable comportamiento reciente, los riesgos para la inflación podrían ser al alza en la mayor parte de los países, en un contexto de presiones por el lado de la demanda interna. Sin embargo, dado que las expectativas se han mantenido relativamente bien ancladas, en Brasil se ha planteado la discusión —que podría hacerse también extensiva a otros países de la región, como Chile o Perú— sobre la posibilidad de que se haya producido un cambio estructural que permita un crecimiento sin inflación con tipos de interés reales más bajos que en el pasado<sup>5</sup>. Entre tanto, la preocupación por la apreciación del tipo de cambio y por los efectos expansivos de la entrada de capitales de corto plazo constituyen un elemento disuasorio al tensionamiento adicional de la política monetaria, máxime cuando los tipos de interés reales en Estados Unidos se han mantenido tan bajos.

En las economías que no mantienen objetivos de inflación, las políticas monetarias siguieron mostrando un sesgo expansivo, lo que se tradujo en la persistencia de elevadas tasas de inflación. En Argentina, el banco central relajó en agosto sus objetivos monetarios, a pesar de la situación de sobrecalentamiento de la economía, ampliando el objetivo de crecimiento de M2 en más de 10 pp, hasta un 29,4% a finales de año, lo que supone en la práctica acomodar un nivel de inflación más elevado. En Venezuela, la devaluación de enero se tradujo en una aceleración adicional de la inflación, hasta el 32%.

En el ámbito de las políticas fiscales, probablemente el aspecto más destacado haya sido la mejora del saldo primario en el conjunto de la región, revirtiendo la tendencia de los dos años anteriores, y que es consecuencia de la recuperación de los ingresos públicos (véase gráfico 10), ya que, en general, el gasto mantuvo tasas de crecimiento muy elevadas. Este fue el caso de Argentina, Brasil (a pesar de la congelación del gasto antes de las elecciones por 0,3 pp del PIB), Chile y Perú (que también impuso límites al gasto). Una excepción es México, donde el déficit público se amplió hasta el 2,3% del PIB (déficit primario del 0,1%), en un contexto de debilidad general de los ingresos (excepto los petroleros) como consecuencia del ciclo, y pese a la moderación del gasto. Con todo, y a diferencia del resto de países, el signo de la política fiscal se mantiene moderadamente restrictivo en este país en el presupuesto para 2011.

---

5. Existe gran incertidumbre en torno a la tasa de interés real neutral, dado su carácter inobservable, pero el banco central destaca la reducción del tipo de interés real a lo largo de los últimos años (actualmente, en torno al 5%) y diversos cambios estructurales en la economía brasileña, que apuntarían hacia una reducción de esta variable. Entre ellos destacan el aumento del ahorro interno en la economía, a través la reducción de la deuda mediante superávits primarios, y el mayor atractivo para el ahorro externo, por la reducción del riesgo soberano. También cabe destacar el desarrollo de los mercados financieros y la mejora en la transmisión de la política monetaria.

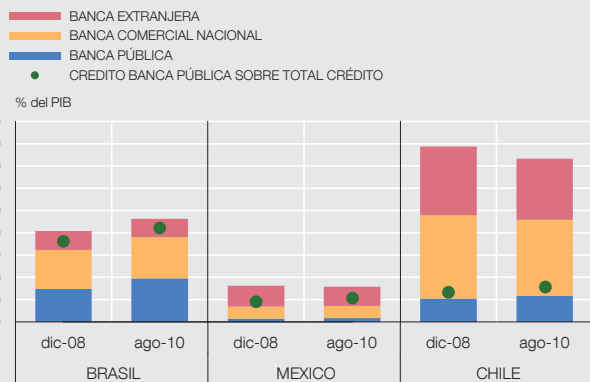
La crisis económica y financiera global impactó en América Latina a través de diversos canales, derivando, entre otros efectos, en una intensa contracción del crédito al sector privado durante el cuarto trimestre de 2008. Esta contracción resultó, sin embargo, relativamente limitada en el tiempo y tendió a moderarse a lo largo de 2009 y 2010. Uno de los factores que explican esta favorable evolución fue el aumento de la actividad de la banca pública —y, en particular, de la banca de desarrollo—, sobre la que se concentró la mayor parte de las medidas de estímulo al crédito adoptadas por los Gobiernos latinoamericanos. En este recuadro se compara el papel de la banca pública en Brasil, Chile y México, los países de América Latina donde esta tuvo mayor relevancia en la provisión de crédito al sector privado durante la crisis<sup>1</sup>. Tras una breve revisión de las medidas de estímulo, se compara la actividad de la banca pública con la de la banca privada nacional y extranjera durante la crisis, se extraen algunas conclusiones de la comparación y se plantean algunos de los principales riesgos de cara al futuro.

1. Otros países, como Argentina o Venezuela, tienen también una importante banca pública, pero su función en la provisión de crédito al sector privado fue menor durante la crisis.

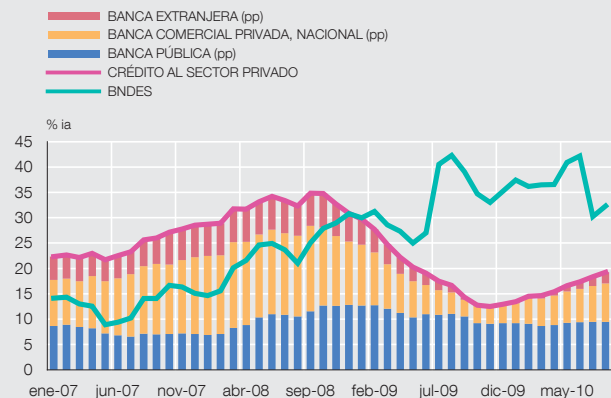
En primer lugar, cabría destacar que la acción contracíclica de la banca pública en América Latina fue posible gracias a su significativa implantación en los países bajo estudio (véase gráfico 1). Existen, no obstante, importantes diferencias por países en esta dimensión. Así, la presencia de banca pública ha sido tradicionalmente más importante en Brasil, donde el crédito al sector privado otorgado por el banco de desarrollo BNDES y los dos grandes bancos comerciales públicos (Banco do Brasil y Caixa Econômica Federal) representaba antes de la crisis un 36% del crédito total al sector privado (15% del PIB). En México y Chile, la importancia de la banca pública ha sido relativamente más reducida, si bien con anterioridad a la crisis esta extendía una fracción no desdeñable del total del crédito al sector privado, un 9% y un 13%, respectivamente (equivalente a un 1,5% y a un 10,5% del PIB, respectivamente).

De los tres países, es Brasil donde la banca pública ha tenido mayor importancia en el sostén del crédito al sector privado durante la crisis. Así, entre finales de 2008 y principios de 2009 se llevó a cabo un aumento de los recursos del banco de desarrollo BNDES de 100 mm de reales (3,2% del PIB), seguidos por una aportación adicional equivalente al 2,3% del PIB en el primer semestre de 2010. La ampliación de recursos, en ambos casos a través de aportes extraordinarios del

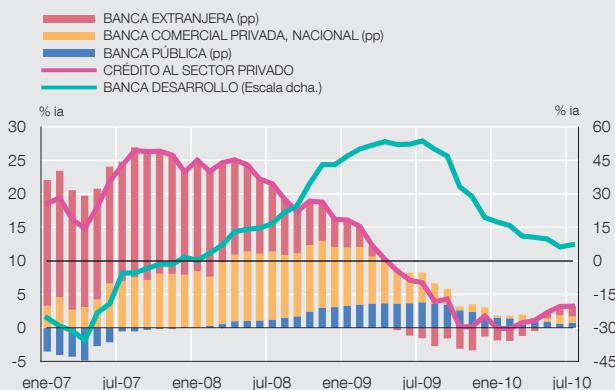
1 PESO SOBRE EL PIB



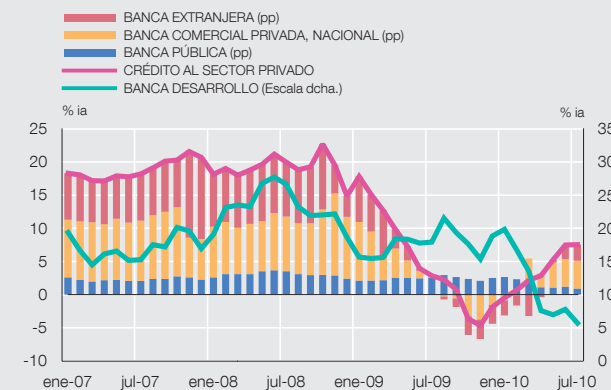
2 BRASIL



3 MÉXICO



4 CHILE



FUENTES: Banco Central de Brasil, Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile y Banco de España.

Tesoro<sup>2</sup>, permitió prácticamente doblar el tamaño del banco y potenciar así sus actividades habituales (la concesión de crédito a largo plazo, el crédito comercial a pymes, y la inversión en bienes de equipo y exportaciones). A lo largo del cuarto trimestre de 2008 y del primer trimestre de 2009 se adoptaron también medidas para estimular la actividad de los bancos comerciales públicos. Como consecuencia de todo ello, las tasas de crecimiento del crédito de la banca de desarrollo al sector privado fueron superiores al 30% interanual a lo largo de 2009 —con máximos superiores al 50%— (véase gráfico 2). Al coincidir con un período en el que las restantes entidades bancarias moderaron la provisión de crédito de manera significativa, más del 80% del crédito al sector privado a finales de 2009 era extendido por la banca pública, mientras que la banca comercial privada reducía su aportación muy fuertemente y la contribución de la banca extranjera pasaba a ser nula. De este modo, gracias al aporte de la banca pública, aunque el crédito total al sector privado se desaceleró (desde tasas muy elevadas, superiores al 30% interanual antes de la crisis), no llegó a contraerse y se mantuvo en tasas de crecimiento positivas del orden del 10% interanual a comienzos de 2009, antes de volver a recuperarse.

También en México aumentó la relevancia de la banca de desarrollo durante la crisis (véase gráfico 3). Así, entre junio y agosto de 2009, el crédito al sector privado concedido por la banca de desarrollo registró tasas de expansión muy apreciables, próximas al 60% interanual, pero que, dado su menor tamaño en el conjunto del sistema bancario mexicano, se tradujeron en una aportación más limitada al sostenimiento del crédito. El aumento de la actividad se derivó de dos planes de estímulo, uno en octubre de 2008 y otro en enero de 2009, que incluían aumentos de recursos (en particular, a Nacional Financiera y Bancomext) para apoyar el crédito y aliviar la restricción crediticia en sectores productivos específicos que habían experimentado dificultades de acceso a la financiación, como pymes, sector agropecuario, vivienda e infraestructuras. Las tasas de crecimiento positivas mostradas por la banca pública contrastan con la contracción del crédito de la banca extranjera y el estancamiento del crédito de la banca privada nacional, pero por su tamaño más reducido no pudo evitar que el crédito total al sector privado pasara de crecer a tasas del 25% interanual antes de la crisis a tasas cercanas al 0% durante 2009.

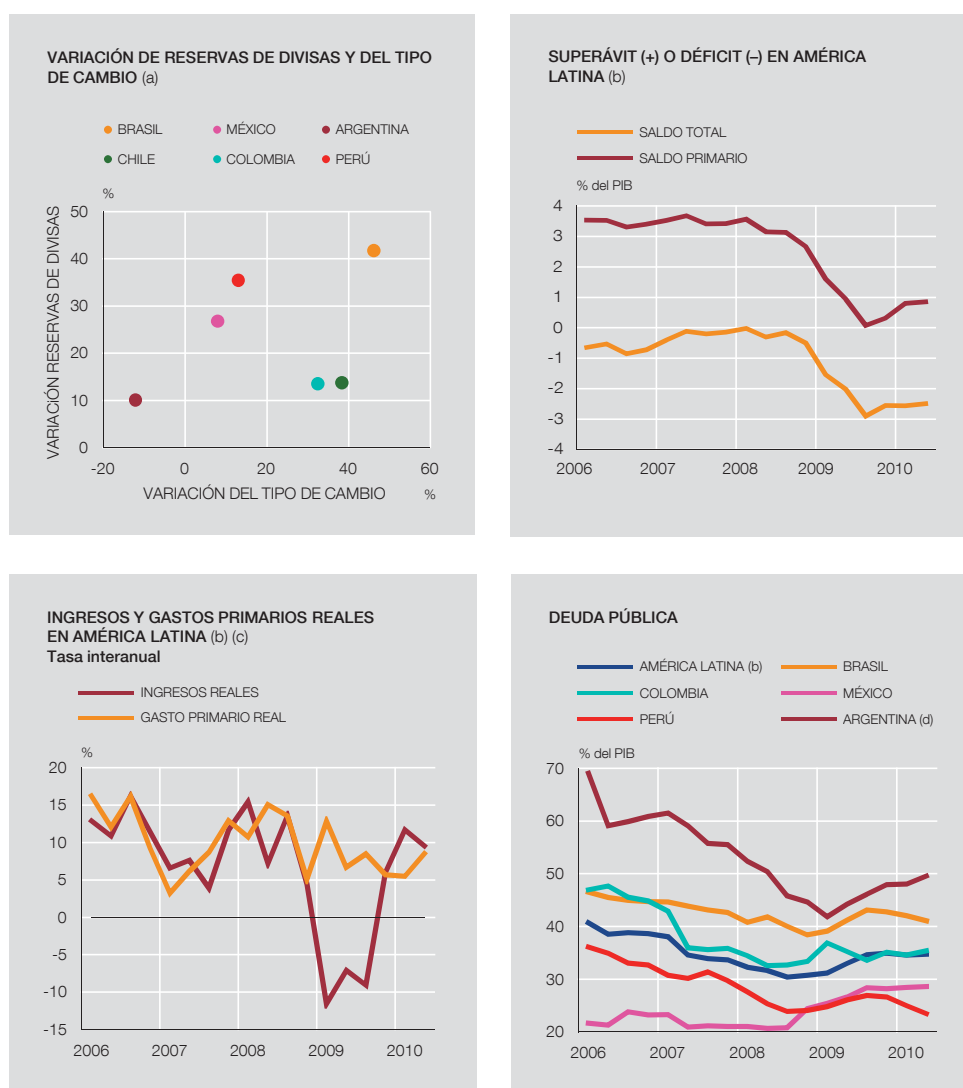
Finalmente, en Chile las políticas fiscales y monetarias anticíclicas tuvieron mayor alcance durante la crisis, aunque el papel de la banca de desarrollo resultó menos decisivo. Con todo, fue destacable la potenciación del papel de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), y particularmente la ampliación de capital de 500 millones de dólares del banco de desarrollo BancoEstado aprobada en

2. Tradicionalmente, la principal fuente de recursos del BNDES ha sido el fondo para desempleo (Fondo de Amparo de Trabajadores, FAT). No obstante, el aporte extraordinario del Tesoro, mediante emisiones de deuda pública, le ha convertido en la principal fuente de financiación.

noviembre de 2008, y completada a lo largo de 2009 (equivalente a una ampliación del capital de un 50%), que, al igual que en Brasil o en México, permitía aumentar el crédito a sectores preferentes —pymes, exportadores, vivienda—<sup>3</sup>. Fruto de estas medidas, el crédito al sector privado de la banca de desarrollo registró crecimientos en torno al 20% interanual, en claro contraste con la evolución de la banca comercial privada, tanto nacional como extranjera, que registraron notables caídas. No obstante, de forma parecida a lo sucedido en México, este impulso se tradujo en una aportación relativamente reducida al crecimiento del crédito en los peores momentos de la crisis, que no consiguió evitar una significativa contracción del crédito total al sector privado (véase gráfico 4).

En definitiva, en los tres países bajo estudio, y como consecuencia de las medidas de estímulo adoptadas, la banca pública adquirió un importante protagonismo tras la crisis económica y financiera global, al coincidir su dinamismo con una importante moderación de la actividad de la banca comercial privada, y en particular la banca extranjera. Una diferencia notable en el comportamiento de la banca de desarrollo entre Brasil (por un lado) y México y Chile (por otro) reside en su tamaño y, por consiguiente, en su capacidad de impacto sobre el crédito al sector privado, muy superior en Brasil que en los otros dos países. La otra diferencia fundamental estriba en que, mientras en México y Chile la actividad de la banca pública puede considerarse estrictamente contracíclica, ya que se aceleró durante la crisis financiera, y se moderó conforme se reactivaba el crédito de la banca privada, en Brasil mantuvo su ritmo de actividad a lo largo de 2010, pese al endurecimiento monetario del banco central, la fuerte expansión de la economía y la recuperación del crédito de la banca privada. En este sentido, aunque cabe valorar el papel desempeñado por la banca pública durante la crisis de modo positivo, su actividad plantea riesgos e interrogantes, en un contexto de normalización de la actividad económica. Uno de ellos es el potencial aumento de la morosidad derivado de un rápido crecimiento del crédito. Otros serían los riesgos de competencia con la banca comercial privada, la posibilidad de segmentación de mercados de crédito y, en algunos casos, la mayor ineficiencia. En el caso de Brasil, donde la actividad de la banca de desarrollo está siendo más prolongada, se plantean posibles riesgos de prociclicidad y de conflicto con la conducción de la política monetaria, además del creciente coste cuasifiscal derivado del carácter subvencionado del crédito<sup>4</sup>. Por último, la reafirmación del papel de la banca pública tras su impacto favorable durante la crisis saca a relucir de nuevo los problemas generalmente asociados a este tipo de actividades.

3. La banca de desarrollo también tuvo un papel relevante en la iniciativa, presentada en marzo de 2009, para estimular el crédito bancario y no bancario. 4. La inyección de recursos en el BNDES plantea un coste fiscal para el Tesoro, que podría situarse en torno a 0,3 pp del PIB al año. Los recursos del Tesoro son remunerados al tipo de interés de largo plazo, que es el 6%, y el coste medio de la deuda interna del Tesoro se sitúa en torno al 11% en la actualidad.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Variación de reservas desde diciembre de 2008 hasta septiembre de 2010. Variación del tipo de cambio entre el mínimo registrado en el cuarto trimestre de 2008 y el tipo de cambio medio de septiembre de 2010.
- b. Siete mayores economías.
- c. Deflactado por el IPC.
- d. Excluida la deuda no presentada al canje en 2005.

**Procesos de integración comercial y políticas estructurales**

Lo más destacable de los procesos de integración comercial en América Latina lo largo de los meses transcurridos de 2010 —en un contexto de prolongado estancamiento— ha sido el acuerdo para finalizar la redacción del código aduanero común en Mercosur, tras más de cuatro años de demora, así como un cronograma para la eliminación del doble cobro del Arancel Externo Común. Por otro lado, la CAN sigue afrontando serios obstáculos, en la medida en que uno de sus miembros (Venezuela) podría acceder a Mercosur; otros dos (Perú y Colombia) han mantenido su estrategia de reorientar su comercio exterior, especialmente hacia la cuenca del Pacífico, utilizando acuerdos bilaterales; y el resto (Ecuador y Bolivia) quedó fuera de las negociaciones con Estados Unidos y la UE. Así, a lo largo del período examinado, Perú inició conversaciones con Corea del Sur, Japón y Panamá; y, además, el 1 de marzo entró en vigor el acuerdo con China firmado a finales de 2009. Perú y Colombia alcanzaron, a primeros de marzo de 2010, un acuerdo de libre comercio con la Unión Europea, que se ratificó en la cumbre conjunta de mayo. Colombia, por su parte, inició negociaciones con Corea y ratificó un acuerdo con Canadá, a la es-



para de que el Congreso de Estados Unidos apruebe el tratado de libre comercio entre ambos países. Chile firmó un acuerdo de libre comercio con Tailandia, y Costa Rica alcanzó acuerdos con Singapur y con China. Finalmente, México anunció, a mediados de agosto, el incremento de varios aranceles a la importación de productos estadounidenses, en respuesta a la suspensión de un acuerdo para la prestación de servicios de transporte mexicanos en Estados Unidos.

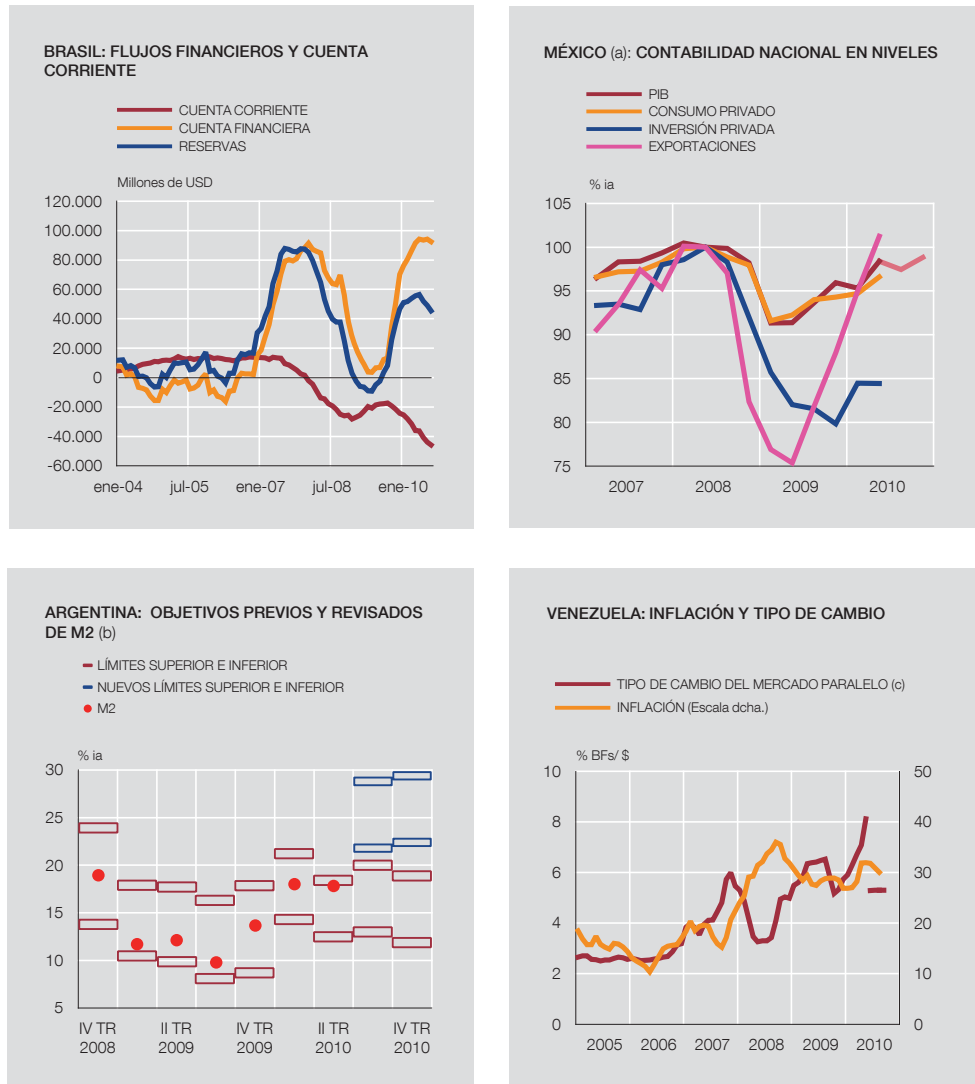
En el ámbito de las reformas estructurales, cabe destacar la aprobación de una regla fiscal en Colombia, cuyo objetivo es reducir la deuda hasta niveles coherentes con una calificación crediticia de grado de inversión (28% del PIB dentro de 10 años), además de lograr la conducción de una política fiscal aislada del ciclo económico y gestionar la expansión prevista en el sector del petróleo en los próximos años, suavizando sus efectos macroeconómicos y fiscales, y recogiendo consideraciones de equidad intergeneracional. Para lograr la primera meta se fija un objetivo de saldo primario estructural del sector público del 0,6% del PIB entre 2010 y 2020. Además, se establece implícitamente un objetivo de ahorro estructural de los ingresos del petróleo, que se orientarán a la reducción de la deuda, pudiendo ser la base para una futura constitución de un fondo de ahorro.

En el mismo sentido, en Chile se creó un comité asesor para modificar la metodología de cálculo en la que se basa la regla fiscal estructural, cuyas recomendaciones (básicamente, no ajustar por medidas discrecionales de las autoridades y no corregir por cambios cíclicos en la valoración de los activos públicos) serán incorporadas en el presupuesto de 2011.

En Venezuela, el Ejecutivo mantuvo su política de expropiaciones y aprobó, en el último tramo de la legislatura, varias leyes que cambian el modo de funcionamiento del sistema financiero del país, otorgando mayor discrecionalidad al sector público y facilitando la financiación de sus proyectos. Finalmente, Ecuador aprobó la nueva Ley de Hidrocarburos, que implica el cambio de los contratos con las petroleras privadas, que pasan a ser prestadoras de servicios, de modo similar a lo que ocurrió en Bolivia con el sector del gas.

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

En *Brasil*, la economía incrementó su elevado ritmo de expansión en el primer trimestre del año, creciendo un 2,7% en tasa intertrimestral, impulsada por el fuerte crecimiento de la demanda interna, y en particular de la inversión. En el segundo trimestre del año se registró una significativa desaceleración, pero, aun así, el PIB mantuvo una tasa de crecimiento del 1,2% intertrimestral. De esta manera, tras cinco trimestres de fuerte expansión, la economía creció un 8,8% interanual en el segundo trimestre, solo dos décimas menos que en el primero. Los indicadores de actividad más recientes apuntan a cierta moderación en los ritmos de expansión en el segundo semestre del año, aunque aún en torno a tasas elevadas, en un contexto de políticas fiscales y crediticias acomodaticias y pujanza del mercado laboral. Dado este dinamismo, y el incremento que la inflación experimentó hasta mayo (5,2% interanual), el banco central continuó el endurecimiento de la política monetaria iniciado en abril, incrementando el tipo de interés oficial en 75 pb y 50 pb en sus reuniones de junio y julio, hasta situar en tipo de interés oficial en el 10,75%, que mantuvo constante en sus reuniones de agosto y septiembre, tras tres meses de moderación en el crecimiento de los precios. El banco central justificó esta pausa por la posible reducción del tipo de interés neutral (el coherente con la inflación objetivo) en los últimos años y por la reciente desaceleración de la actividad, aunque la apreciación del tipo de cambio también podría explicar parcialmente esta decisión. Por otro lado, la capacidad financiera del banco de desarrollo BNDES se reforzó nuevamente, manteniéndose además su tipo de interés en el 6%. En el ámbito fiscal, ha continuado la gradual y leve mejoría en el superávit primario del sector público, derivada de un mayor crecimiento de los ingresos del Gobierno central en relación con los gastos, hasta alcanzar el superávit primario acumulado de un año el 2% del PIB en julio. No obstante, este dato sigue por debajo del objetivo oficial de alcanzar un superávit primario del 3,3% en 2010,



FUENTES: INEGI de México, Banco Central de Venezuela y Banco Central de Argentina.

a. Base 100 en el segundo trimestre de 2008. La línea punteada es la previsión de la encuesta del Banco de México de agosto de 2010.

b. Metas trimestrales estableciendo un rango para los niveles promedio de M2 total para el último mes de cada trimestre.

c. El 18 de mayo se produjo el cierre del mercado, que reabrió el 9 de junio.

a pesar del dinamismo de la economía, de lo que se infiere un tono procíclico. El objetivo de superávit primario para 2011 es del 3,2%. El fuerte dinamismo de la demanda interna ha propiciado un deterioro de la balanza comercial que, unido a la ampliación del déficit de rentas y servicios, ha generado una ampliación del déficit corriente (véase gráfico 11), hasta situarse en el 2,3% del PIB en los doce meses hasta agosto. También se registraron en los últimos meses notables entradas de flujos financieros, en gran medida en forma de inversión de cartera, que se tradujeron en una notable apreciación del tipo de cambio hacia los máximos del año. En este contexto se mantuvo la acumulación de reservas —cuyo stock alcanzaba los 261.300 millones en agosto—, se aumentó del impuesto sobre transacciones financieras (IOF) del 2% al 4% y posteriormente al 6% para los flujos de entrada inversión de renta fija en octubre, y se autorizó al Fondo de Riqueza Soberana (FRS) de Brasil a realizar compras de activos en moneda extranjera<sup>6</sup>. La candidata del

6. Aunque no está precisado, el FRS emitiría deuda en moneda local para financiar estas adquisiciones, de manera que sus intervenciones serían similares a las compras de dólares esterilizados que lleva a cabo el banco central.

PT (Dilma Rousseff) ganó las elecciones presidenciales con un programa que mantiene las líneas generales de la política económica de los últimos años.

En *México*, la actividad creció a ritmos elevados en términos interanuales en el primer semestre de 2010, registrando tasas del 4,3% y del 7,6%, respectivamente, en los dos primeros trimestres del año. Pese a todo, gran parte del crecimiento puede atribuirse principalmente a un efecto estadístico fruto de niveles muy bajos de comparación en el primer semestre de 2009, en un contexto en el que las principales variables de contabilidad nacional siguen por debajo de los niveles previos a la crisis (véase gráfico 11). De hecho, en el primer trimestre la variación intertrimestral fue negativa (-0,6%) y en el segundo, aunque el crecimiento fue mucho más elevado (3,2% intertrimestral), se explicó en buena parte por el ciclo de existencias. México fue el único país en el que la demanda externa aportó positivamente al crecimiento en los dos trimestres, aunque la contribución fue de pequeña magnitud (0,4 pp). Ello fue consecuencia de que, aunque las importaciones presentaron elevadas tasas de crecimiento, las exportaciones aumentaron aún más. Los datos de mayor frecuencia publicados en el tercer trimestre de 2010 apuntarían a una ligera desaceleración de la economía como consecuencia de la desaceleración del sector manufacturero y de las exportaciones al mercado estadounidense. En este contexto de persistencia de una elevada brecha de producción negativa, las tasas de inflación, que habían repuntado hasta un máximo del 5% en marzo de 2010, como consecuencia de la subida de las tarifas del IVA, cedieron sustancialmente, hasta alcanzar el 3,7% de septiembre. La inflación subyacente venía descendiendo desde unos meses antes, llegando igualmente al 3,6% en septiembre. El banco central ha mantenido los tipos de interés oficiales en el 4,5% y la curva de rendimientos no descuenta movimientos en los próximos trimestres. Las cuentas del sector público empeoraron ligeramente en el primer semestre en términos interanuales, como consecuencia del descenso de los ingresos no tributarios (al desaparecer los beneficios que en abril de 2009 el banco central transfirió al Tesoro derivados de la depreciación cambiaria y los ingresos derivados de la cobertura petrolera). Dicho descenso no pudo ser compensado por el aumento de los ingresos tributarios por la recaudación del IVA. El presupuesto presentado para 2011 se mantiene en la línea de austeridad de 2011, con un aumento del 2,3% de los gastos y un déficit del 0,3%, aunque no incluye ninguna reforma fiscal. Respecto al sector externo, en el primer semestre de 2010 la balanza por cuenta corriente registró un déficit equivalente al 0,2% del PIB, menor que el del primer semestre de 2009. La cuenta financiera arrojó un superávit del que destaca la entrada de inversión extranjera directa y en cartera, principalmente en forma de bonos. Para afrontar el retorno de los flujos de cartera se mantuvo la subasta de opciones de venta de dólares de 600 millones al mes, que fue reactivada el pasado mes de febrero. De esta manera, las reservas internacionales alcanzaron un máximo histórico de 108 mm de dólares a finales de septiembre. Finalmente, se ha mantenido un acceso fluido a los mercados internacionales, y en la primera semana de octubre México logró colocar 1.000 millones de dólares en un bono a 100 años (el primer país de la región) con un coste relativamente reducido.

La actividad en *Argentina* exhibió tasas de crecimiento similares a las previas a la crisis financiera durante el primer semestre de 2010, a pesar de considerarse cerrada ya la brecha de producción. Así, el crecimiento intertrimestral se situó alrededor del 3% en ambos trimestres, y en tasa interanual alcanzó el 11,8% en el segundo. Destaca el crecimiento de la demanda interna (13,6% en el segundo trimestre), consecuencia de un fuerte crecimiento de la inversión (especialmente, en bienes de equipo) y del dinamismo del consumo, tanto del privado como del público. La aportación del sector exterior pasó de nuevo a ser negativa, especialmente en el primer trimestre de 2010 (2,9 pp). Este buen comportamiento de la actividad económica es consecuencia de la recuperación de la cosecha agrícola en 2010, del crecimiento en Brasil (especialmente, para el sector de automóviles) y del tono expansivo de las políticas monetaria

y fiscal. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a que el crecimiento se moderaría en el segundo semestre. El superávit público primario acumulado a doce meses se ha ido elevando progresivamente, hasta el 1,7% del PIB, en el segundo trimestre, debido al incremento de los ingresos, ya que el gasto público siguió aumentando a tasas elevadas (alrededor del 30%). La inflación ha seguido una evolución desfavorable, aumentando fuertemente en los últimos meses. De hecho, aunque la inflación oficial se sitúa en torno al 11% en septiembre (el máximo de los últimos cinco años), los incrementos salariales se están firmando alrededor del 25%, y el Gobierno elevó los intervalos de los diferentes tramos impositivos en un 20%. Adicionalmente, el banco central acomodó una política monetaria más expansiva, al actualizar las metas del programa monetario para el segundo semestre de 2010 (véase gráfico 11), dado el mayor crecimiento nominal esperado para la economía. Otra forma de constatar que la política monetaria ha sido más expansiva es la tendencia a la baja de los tipos de interés reales, pues los nominales se han mantenido estables pese al repunte inflacionista. En el ámbito financiero, cabe destacar el canje de parte de la deuda pública que permanecía en situación de impago desde 2001, a finales de junio, y que tuvo un 66% de adhesión (12 mm de 18,3 mm de dólares elegibles). Con este canje y el que tuvo lugar en 2005, se cubre el 92,4% de la deuda que se declaró en *default* en 2001, lo que ha propiciado una notable reducción de la probabilidad de impago de la deuda pública (obtenida a partir de los precios implícitos en los activos financieros argentinos) y que dos agencias de calificación crediticia elevaran la calificación de la deuda soberana del Gobierno argentino en moneda extranjera, aunque esta se mantiene muy lejos del grado de inversión. También es reseñable el anuncio por el Gobierno de la creación de un Programa de Desendeudamiento Federal, que supone un importante alivio financiero para las provincias, que dejarán de pagar sus deudas con el Estado central hasta el final de 2011 y las podrán reprogramar con vencimientos a 20 años. A pesar de que parte de las reservas se empleó en el servicio de la deuda en moneda extranjera, las reducidas salidas de capitales del sector privado, junto con el favorable comportamiento de la cuenta corriente, permitieron acumular reservas internacionales — esterilizadas con emisiones de letras por parte del banco central— hasta alcanzar máximos históricos, al tiempo que el tipo de cambio del peso con el dólar mantuvo una ligera tendencia a la depreciación.

En *Chile*, la actividad se recuperó más rápido de lo previsto tras el terremoto sufrido por el país a finales de febrero. Durante el segundo trimestre, el PIB aumentó un 4,3% en tasa intertrimestral (tras la disminución del 1,5% en el trimestre anterior) y un 6,5% en tasa interanual (1,5% en el primer trimestre). Destacó el extraordinario aumento de la demanda interna, que se expandió en el segundo trimestre a una tasa interanual del 19,4%, desde un ya elevado 11,8% en el primer trimestre del año. Este crecimiento vino explicado especialmente por la inversión (en concreto, en bienes de equipo), aunque el consumo privado también se expandió con fuerza. Se espera que la inversión en construcción repunte en los próximos trimestres, debido a la reconstrucción tras el terremoto. La aportación al crecimiento del sector externo pasó a ser negativa en el primer semestre del año y además alcanzó una elevada magnitud (más de 10 pp en cada uno de los trimestres). Ello fue consecuencia tanto del fuerte crecimiento de las importaciones como de la evolución negativa de las exportaciones, aunque estas tendieron a recuperarse en el segundo trimestre, tras varios trimestres de caída. Esta evolución también contribuyó a la práctica eliminación del superávit por cuenta corriente (0,1% en el segundo trimestre). Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a que el elevado crecimiento se mantuvo en el tercer trimestre del año. En el ámbito fiscal, durante el primer semestre del año los ingresos aumentaron un 46% interanual en términos reales, como consecuencia del dinamismo de la demanda interna y del aumento del precio del cobre, lo que llevó a una notable reducción del déficit público. Asimismo, el nuevo Gobierno informó de que el déficit fiscal estructural en 2009 no fue del 1,2% del PIB, sino del 3,1%, como consecuencia de ciertas correcciones en la metodología de cálculo propuesta por el Comité Asesor de Balance Estructural.

tural, creado para mejorar el funcionamiento de la regla fiscal chilena. Como consecuencia de ello, la política fiscal será en los próximos años algo más restrictiva de lo que se pensaba anteriormente, y el nuevo Gobierno renuncia a alcanzar el equilibrio del saldo estructural al final de su mandato. La inflación siguió aumentando (2,6% en agosto), aunque a un ritmo menor de lo previsto y con una evolución favorable de los componentes subyacentes. A pesar de esta evolución relativamente benigna, el banco central inició en junio un proceso de subida del tipo de interés oficial (225 pb, hasta el 2,75%, tras la reunión de política monetaria de septiembre), con el objetivo de reducir la laxitud de la política monetaria tras la bajada de 775 pb en 2009. Por otro lado, como parte de la estrategia de financiación del programa de reconstrucción, el Gobierno chileno emitió en los mercados internacionales bonos a diez años en dólares, por primera vez desde 2004, y bonos en pesos chilenos, siendo la primera emisión del Estado chileno en moneda local en los mercados financieros internacionales. En los últimos meses se ha producido una importante apreciación nominal del peso frente al dólar, ligada al aumento del precio del cobre, a las subidas de tipos de interés oficiales, a las mayores sorpresas relativas en crecimiento, a los fondos que están entrando en el país, como consecuencia de los esfuerzos de reconstrucción, y probablemente también a los factores globales. Por último, en junio la agencia de calificación crediticia Moody's elevó un escalón la calificación de la deuda soberana chilena en moneda extranjera.

La economía de *Colombia* consolidó su recuperación en el primer semestre de 2010, con un crecimiento del 4,3% interanual, impulsada por la aceleración de todos los componentes de la demanda interna, salvo la inversión, que continuó creciendo a tasas similares a las del segundo semestre de 2009. Asimismo, la positiva evolución de la acumulación de existencias fue otro de los factores explicativos. El notable dinamismo de las importaciones, especialmente en el segundo trimestre del año, explica la aportación negativa del sector exterior en 2,9 pp, a pesar de que las exportaciones continuaron recuperándose, como muestran los crecimientos intertrimestrales superiores al 5% durante los dos primeros trimestres de 2010. Esta recuperación de la actividad se ha producido en un entorno de inflación benigno, que se ha mantenido próxima al 2%, el límite inferior del objetivo del banco central para este año (rango 2%-4%). En este entorno de gradual recuperación sin presiones de inflación, el banco central mantuvo el tipo de interés constante en el 3%, tras la última reducción llevada a cabo en abril. En el ámbito de la política fiscal, el Gobierno ha revisado a la baja la previsión del déficit del sector público no financiero, hasta el 3,6% del PIB en 2010, y prevé una reducción adicional del mismo en 2011, hasta el 3%, debido en parte al mayor crecimiento económico esperado. Por otra parte, se presentó una regla fiscal para gestionar los recursos petrolíferos de manera contracíclica, anticipando un *boom* en el sector en los próximos años. Por el lado del sector exterior, se produjo una notable mejoría de la balanza comercial, en un contexto de mayor crecimiento nominal de las exportaciones en relación con las importaciones, gracias en gran parte a una mejora de los términos de intercambio. Cabe esperar que se mantenga esta mejora ante la reanudación de relaciones diplomáticas con Venezuela. El banco central realizó intervenciones en el mercado cambiario entre abril y junio, de veinte millones de dólares diarios, dentro de un esquema de subastas competitivas introducido en abril. Este mecanismo fue reanudado en septiembre, en un contexto de preocupación por parte de las autoridades por la apreciación del peso colombiano. De hecho, durante el semestre, el tipo de cambio continuó su tendencia a la apreciación (10% desde finales de abril), situándose en el entorno de los 1.800 pesos por dólar. Por último, cabe destacar que Standard & Poor's mejoró la calificación crediticia de la deuda soberana en un escalón, hasta asignarle «grado de inversión».

En el segundo trimestre de 2010, el PIB en *Perú* aumentó un 3,1% en tasa intertrimestral, tras el incremento del 1,6% registrado en el primer trimestre, prolongando la sólida recuperación iniciada en la segunda mitad de 2009. En tasa interanual, el PIB aumentó un 10,1% en el se-

gundo trimestre, frente al aumento del 6,1% registrado el trimestre anterior. Es destacable el crecimiento interanual de la demanda interna del 11,1% durante el primer semestre del año. Este dinamismo es reflejo de la recuperación del consumo privado, del crecimiento de la inversión y de la acumulación de existencias a tasas similares a las registradas antes de la crisis financiera internacional, y de un crecimiento mayor del consumo y de la inversión públicos. Los indicadores de mayor frecuencia continúan mostrando un elevado crecimiento de la actividad económica en el tercer trimestre, aunque a tasas algo inferiores. La aportación del sector exterior al crecimiento del PIB pasó a ser negativa durante el semestre en cerca de 3 pp, debido a la fortaleza de las importaciones y al crecimiento prácticamente nulo de las exportaciones en términos reales. No obstante, el aumento nominal de las exportaciones fue mayor que el de las importaciones y cercano al 40%, en tasa interanual, gracias a la mejora de los términos de intercambio. Durante el primer semestre del año, el déficit por cuenta corriente se situó en el 1,1% del PIB, puesto que el superávit comercial y las mayores remesas del exterior fueron más que compensadas por el déficit de la balanza de servicios y de la balanza de rentas, al aumentar los beneficios de las empresas con participación extranjera. La inflación tocó suelo en diciembre de 2009 y ha seguido aumentando (2,3% en agosto), dados el mayor dinamismo de la demanda interna, la desaparición del efecto base y factores de oferta, como los precios de algunos alimentos y, en menor medida, de los productos energéticos. El banco central elevó el tipo de interés oficial en todas las reuniones de política monetaria desde mayo hasta septiembre. Así, el tipo de interés oficial se elevó en 175 pb, hasta el 3%. No obstante, en la reunión de política monetaria de octubre decidió realizar una pausa. Estos aumentos del tipo de interés oficial vinieron acompañados de una serie de medidas de elevación de los coeficientes de caja, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Mientras tanto, continuó la recuperación del crédito, que creció un 16,9% en términos interanuales reales en agosto. El impulso fiscal se mantiene en 2010 en una cuantía similar a la de 2009, aunque se reduce el déficit público, dada la mayor recaudación tributaria y dados los límites al aumento del gasto público impuestos por el Gobierno para el cumplimiento de las metas fiscales de 2010. Durante los últimos meses, el banco central utilizó distintos instrumentos para frenar las presiones apreciatorias del peso frente al dólar: controles de capital (elevación del encaje de los créditos del exterior menores a dos años), compras de dólares desde junio (las reservas aumentaron en más de 9 mm de dólares hasta septiembre) y aumento de la proporción que los fondos de pensiones pueden invertir en el exterior.

En el primer semestre de 2010, *Venezuela* fue el único país de la región que registró una contracción de la actividad, en media, del 3,5% en tasa interanual, con una recuperación en el segundo trimestre, cuando el PIB creció un 3,7% en tasa intertrimestral (-1,9% interanual). Por el lado de la demanda, el consumo público volvió a ser el componente más dinámico, y el consumo privado y la inversión mostraron tasas de crecimiento interanual negativas, pero de menor magnitud que en trimestres anteriores. La demanda externa pasó de aportar 15,7 pp al avance del PIB en el primer trimestre de 2010 a restar 0,7 pp en el segundo, debido a la fuerte contracción de las exportaciones. Por el lado positivo, destaca que la crisis energética se moderó, algunas de las restricciones al consumo de electricidad se eliminaron y el crédito recuperó tasas mensuales reales de crecimiento positivas en junio y julio, en especial los créditos a las empresas manufactureras. La evolución de la inflación siguió siendo muy desfavorable (véase gráfico 11), dado que las tasas aumentaron sustancialmente entre enero y mayo de 2010, alcanzando en dicho mes el 32%, a consecuencia de la devaluación del bolívar decretada a principios de enero, dado que los mayores ascensos de precios se observaron en los alimentos, la mayor parte de los cuales son importados. Posteriormente, la tasa cedió ligeramente, hasta el 28,5%, en septiembre. En lo referente a la política monetaria, destaca el cierre del mercado paralelo del tipo de cambio en mayo, con el fin de evitar una mayor depreciación del bolívar (que llegó a alcanzar los 8,6 bolívares por dólar, frente a los 5,3 del nuevo

sistema de cambios, controlado por el banco central). En el frente fiscal, ante la proximidad de las elecciones legislativas del pasado septiembre, el Gobierno incrementó la tasa de crecimiento del gasto público. Respecto al sector exterior, destaca la reducción del superávit por cuenta corriente en el segundo trimestre de 2010, a consecuencia de un fuerte repunte de las importaciones. Mientras tanto, la IED siguió registrando salidas negativas por quinto trimestre consecutivo. En las elecciones legislativas, los partidos que apoyan al Ejecutivo obtuvieron mayoría, pero no suficiente para modificar leyes fundamentales u otorgar poderes especiales al presidente para gobernar por decreto (habilitantes).

1.11.2010.





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

### Introducción

Durante el tercer trimestre de 2010 se han promulgado nuevas disposiciones de carácter financiero, cuyo número ha sido relativamente reducido en relación con períodos anteriores.

En el ámbito de la regulación de las entidades de crédito, hay que destacar el nuevo régimen jurídico de las cajas de ahorros, las nuevas disposiciones en materia de solvencia y liquidez para reforzar los recursos propios de las entidades de crédito, así como la normativa fiscal aplicable a estas entidades resultantes de los procesos de reestructuración. Además, se han introducido ciertas modificaciones en las normas de información financiera, y en la relativa a la información sobre los agentes y los acuerdos celebrados para la prestación de servicios financieros.

En el terreno del mercado de valores, se ha actualizado el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (también denominada Sociedad de Sistemas o IBERCLEAR), y se han introducido ciertas modificaciones en la normativa del mercado de valores y de la auditoría de cuentas. Asimismo, se ha regulado la información reservada que las entidades que prestan servicios de inversión deberán enviar a la CNMV, y se ha actualizado la normativa relativa a la codificación de valores y de otros instrumentos de naturaleza financiera.

Dentro del área comunitaria, se ha desarrollado la normativa aplicable a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), relativa a las fusiones de fondos, a las estructuras de tipo principal-subordinado y al procedimiento de notificación.

Por último, se han establecido nuevas medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales entre empresas y con el sector público, y se ha promulgado el texto refundido de la normativa de las sociedades de capital.

### Nuevo régimen jurídico de las cajas de ahorros

Se ha publicado el *Real Decreto-Ley 11/2010*, de 9 de julio (BOE del 13)<sup>1</sup>, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, que modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo<sup>2</sup>, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, en lo que atañe a las cuotas participativas, y la Ley 31/1985, de 2 de agosto<sup>3</sup>, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorros.

La norma tiene varios objetivos: por un lado, mejorar las posibilidades de aumentar el capital de las cajas, reformando el régimen jurídico de las cuotas participativas, y, por otro, impulsar la profesionalización de sus órganos de gobierno. Además, se adaptan determinados aspectos de los sistemas institucionales de protección (SIP) integrados por cajas de ahorros y se diseña un nuevo modelo organizativo de la actividad financiera de las cajas.

El cuadro 1 ofrece, de manera sintética, una comparación de los principales aspectos contemplados en la Ley en relación con la normativa anterior.

---

1. El Real Decreto-Ley ha sido convalidado mediante Resolución de 21 de julio de 2010, del Congreso de los Diputados. 2. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1985», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1985, Banco de España, pp. 51 y 52. 3. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», *Boletín Económico*, octubre de 1985, Banco de España, pp. 61 y 62.

<b>Cuotas participativas</b>	
<b>LEY 13/1985, DE 25 DE MAYO</b>	<b>REAL DECRETO-LEY 11/2010, DE 9 DE JULIO</b>
El volumen de cuotas en circulación no podrá superar el 50% del patrimonio de la caja.	Sin cambios significativos.
Reparto del excedente de libre disposición de la caja en la proporción que el volumen de cuotas en circulación suponga sobre el patrimonio la caja más el volumen de cuotas en circulación.	Sin cambios significativos.
No se contempla.	Se reconocen derechos políticos: 1) derechos de representación en los órganos de gobierno; 2) derecho de impugnación de los acuerdos adoptados por la Asamblea General o por el Consejo de Administración, y 3) derecho general de información.
Nadie puede ostentar, directa o indirectamente, cuotas por importe superior al 5% de las cuotas totales vigentes. Caso de superarse el mismo, se procederá a la suspensión de todos los derechos económicos de las cuotas adquiridas por la persona o grupo económico.	Desaparece la limitación. En contrapartida, será de aplicación a los titulares de cuotas el régimen de control de participaciones significativas en las entidades de crédito.
No se contempla.	Se contempla expresamente la libertad de emisión de cuotas, sin necesidad de autorización administrativa previa.
Autocartera: está prohibida la adquisición originaria de cuotas por parte de la caja o su grupo económico. Se podrá realizar una adquisición derivativa, siempre que el valor nominal de las cuotas no exceda del 5%.	Segue prohibida. Pero se prevé que, en caso de superar dicho límite, se procederá a su enajenación o amortización del exceso en el plazo máximo de 3 meses. También introduce una excepción: esto es, cuando las cuotas participativas sean adquiridas por la entidad central del SIP al que pertenezca la propia caja emisora.
En los casos de fusión, la caja de ahorros emisora otorgará a los cuotaparticipes un plazo mínimo de un mes para que estos puedan, si lo desean, ceder sus cuotas a la caja.	Se equipara el tratamiento a las sociedades anónimas: las cuotas que se extingan se canjearán por cuotas de la caja resultante de la fusión, de forma que el valor económico de sus derechos no sufra alteración.
No se contempla.	La retribución de las cuotas no requerirá ninguna autorización administrativa en el ámbito de la ordenación del crédito, salvo la que le pueda corresponder al Banco de España en el ejercicio de sus funciones.
<b>Órganos rectores</b>	
<b>LEY 31/1985, DE 2 DE AGOSTO</b>	<b>REAL DECRETO-LEY 11/2010, DE 9 DE JULIO</b>
Órganos rectores: la Asamblea General, el Consejo de Administración y la Comisión de Control.	Se añaden el director general y las Comisiones de Retribuciones y Nombramientos, y la de la Obra Benéfico-social.
No se contempla.	Se introducen las especificidades para ajustar los órganos de gobierno y los mecanismos de representación de los intereses colectivos a los casos en que las cajas desarrollen su actividad de manera indirecta a través de una entidad bancaria.
No se contempla.	Derechos de representación de los cuotaparticipes en los órganos rectores proporcional al porcentaje que supongan sus cuotas participativas sobre el patrimonio neto total de la caja.
No se contempla.	Incompatibilidad del ejercicio del cargo en un órgano de gobierno de una caja con el de todo cargo político electo o con el de alto cargo de las Administraciones Públicas, así como de las entidades del sector público, de derecho público o privado, vinculadas o dependientes de aquellas.
La representación de las Administraciones Públicas y entidades y corporaciones de derecho público en sus órganos de gobierno no podrá superar el 50% de los derechos de voto.	Se reduce del 50% al 40%.
El número de vocales del Consejo de Administración no podrá ser superior a 17. La duración de su mandato no podrá superar los 12 años.	Podrán llegar a 20 vocales cuando la caja de ahorros mantenga cuotas participativas. La duración de su mandato no podrá superar 12 años, salvo los vocales designados por titulares de cuotas participativas, para los que no habrá límite máximo.
No se contempla.	Las cajas de ahorros deberán hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo.
<b>Ejercicio indirecto de la actividad financiera y régimen de transformación de las cajas de ahorros</b>	
No se contempla.	Las cajas de ahorros podrán desarrollar su actividad financiera a través de una entidad bancaria, a la que aportarán todo su negocio financiero. Si la caja de ahorros redujese su participación de modo que no alcance el 50% de los derechos de voto de la entidad bancaria, deberá renunciar a la autorización para actuar como entidad de crédito y transformarse en fundación de carácter especial.
No se contempla.	Las cajas de ahorros podrán acordar la segregación de sus actividades financiera y benéfico-social. Para ello, traspasarán todo el patrimonio afecto a su actividad financiera a otra entidad de crédito a cambio de acciones de esta última, y se transformarán en una fundación de carácter especial.

FUENTES: BOE y Banco de España.

Como principal novedad, además de los derechos económicos, se reconocen derechos políticos en las cuotas participativas (en adelante, las cuotas), que se concretan en tres importantes aspectos: 1) derechos de representación de los cotapartícipes en los órganos de gobierno de la caja (Asamblea General, Consejo de Administración y Comisión de Control) proporcionales al porcentaje que las cuotas supongan sobre el patrimonio de la entidad, con el límite máximo del 50% del citado patrimonio<sup>4</sup>; 2) derecho de impugnación de los acuerdos adoptados por la Asamblea General o por el Consejo de Administración en los mismos términos y condiciones que los accionistas respecto de los acuerdos sociales de una sociedad anónima, y 3) derecho general de información acerca de cualesquiera de los asuntos que sean de interés para aquellos titulares de cuotas que representen, al menos, un porcentaje igual o superior al 5% del total de las puestas en circulación.

Se establece el principio de libertad de emisión de las cuotas, sin que deba mediar autorización administrativa previa, y la obligatoriedad de cotización en mercados secundarios cuando su emisión se dirija al público en general.

Se suprime cualquier límite a la tenencia de cuotas por una única persona o grupo (antes, nadie podía ostentar, directa o indirectamente, cuotas participativas por importe superior al 5% de las cuotas totales vigentes), aunque no les será de aplicación el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (OPA)<sup>5</sup>. No obstante, los titulares de cuotas estarán sujetos al régimen de control de participaciones significativas<sup>6</sup> en las entidades de crédito, conforme a lo establecido en la Ley 26/1988, de 29 de julio<sup>7</sup>, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

Sigue prohibida la adquisición originaria de cuotas por parte de la caja o su grupo económico, permitiendo únicamente una adquisición derivativa<sup>8</sup>, siempre que no exceda del 5% de las cuotas totales en circulación. Con la nueva norma se prevé que, en caso de superar dicho límite, la caja deberá proceder a la enajenación o amortización del exceso en el plazo máximo de tres meses. También se introduce una excepción al citado límite, esto es, cuando las cuotas participativas sean adquiridas por la entidad central del SIP<sup>9</sup> al que pertenezca la propia caja emisora.

Se equipara el tratamiento de las cuotas en el caso de una fusión al que opera en los mismos casos para las acciones de las sociedades anónimas, es decir, el canje por cuotas de la entidad resultante de la fusión sin alterar el valor económico de las mismas.

Finalmente, se establece que la retribución anual de las cuotas y su distribución deberá ser aprobada por la Asamblea General, quien tendrá en cuenta el coeficiente de solvencia de la

---

4. Como estaba establecido en la normativa anterior, se mantiene que el volumen de cuotas participativas en circulación no podrá superar el 50% del patrimonio de la caja. 5. El régimen de las OPA está regulado en el capítulo V del Título IV de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, desarrollado reglamentariamente por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las OPA. En dicho régimen se establece, entre otros aspectos, la obligatoriedad de formular una OPA cuando se alcance el control de una sociedad, tanto de manera directa como indirecta o sobrevenida. 6. Desde el punto de vista cuantitativo, la participación significativa surgirá al alcanzar, al menos, el 10% del capital o de los derechos de voto de la entidad, o la posibilidad de ejercer una influencia notable en la entidad adquirida. 7. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 56-58. 8. Es decir, la posibilidad de que una caja pueda adquirir sus propias cuotas (autocartera). 9. Los SIP fueron regulados por el Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo. Se crean entre varias entidades de crédito a efectos de su consideración como grupos consolidables de entidades de crédito. Entre otros aspectos, debe existir una entidad de crédito central, que será la responsable de satisfacer los requerimientos regulatorios en base consolidada del SIP y de establecer de modo vinculante la estrategia de negocio, y un acuerdo contractual que contendrá un compromiso mutuo de solvencia y liquidez entre las entidades integrantes del sistema.

caja a la hora de realizar tal distribución. Sin perjuicio de las atribuciones del Banco de España, dicha distribución no requerirá ninguna autorización administrativa en el ámbito de la ordenación del crédito.

Como órganos rectores de las cajas de ahorros, además de la Asamblea General, el Consejo de Administración y la Comisión de Control, se añaden el director general<sup>10</sup> y dos Comisiones, la de Retribuciones y Nombramientos (antes denominada Retribuciones) y la de la Obra Benéfico-social.

Se refuerza el concepto de honorabilidad comercial y profesional para el ejercicio de cargos de miembros del órgano de gobierno de una caja. Se excluye expresamente de tal condición, entre otros, a los que tuvieran antecedentes penales por delito doloso o estuvieran inhabilitados para ejercer cargos públicos o de dirección de entidades financieras. Asimismo, se introduce expresamente la incompatibilidad del cargo en un órgano de gobierno de una caja con el cargo político electo o alto cargo de las Administraciones Públicas, incluyendo las entidades del sector público, de derecho público o privado, vinculadas o dependientes de aquellas.

En la misma línea, se reduce la limitación de las Administraciones Públicas y las entidades y corporaciones de derecho público en los órganos de gobierno de las cajas, que no podrá superar en su conjunto el 40% del total de los derechos de voto (antes era el 50%). La posible participación de las Comunidades Autónomas en los órganos de gobierno se llevará a cabo a través de miembros designados exclusivamente por las cámaras legislativas, y que, al mismo tiempo, gocen de reconocido prestigio y profesionalidad.

Dentro de las competencias de la Asamblea General, se añade la posibilidad de decidir en los supuestos del ejercicio indirecto de la actividad financiera de la caja a través de una entidad bancaria o la transformación de la misma en una fundación de carácter especial. Para su aprobación se necesitarán quórumos reforzados, en concreto, la asistencia de la mayoría de los miembros (consejeros generales y cuotapartícipes), y el voto favorable de dos tercios de los asistentes.

Se habilita para que los cargos en otras entidades de crédito puedan ser nombrados consejeros generales de la caja de ahorros siempre que lo sean en representación de la caja o promovidos por ella. Esta compatibilidad está prevista para los supuestos en los que la caja opere de manera indirecta a través de un banco o bien esté integrada en un SIP.

Respecto al Consejo de Administración, se aumenta el límite del número de vocales hasta un máximo de 20 (antes no podía rebasar 17 vocales) para el caso de que se incluyan entre sus miembros los representantes de los intereses de los cuotapartícipes. Se mantiene la duración máxima del mandato de los miembros del Consejo, que no podrá superar los 12 años. Sin embargo, se introduce, como novedad, que los vocales designados por los titulares de cuotas participativas podrán ser indefinidos.

En cuanto a la Comisión de Control, como principales novedades, además de los representantes de los cuotapartícipes, figura la supresión del representante elegido por la Comunidad Autónoma.

---

<sup>10</sup> En la anterior normativa, la figura del director general se limitaba a su estricto componente profesional y de gestión, clarificando su actuación respecto a los órganos de representación y decisión de la caja.

En lo referente al director general, se refuerzan las exigencias de preparación técnica y experiencia para ejercer el cargo, y se aumenta la edad de jubilación de los 65 a los 70 años.

La Comisión de Retribuciones y Nombramientos supone la ampliación de la anterior Comisión de Retribuciones hacia otras funciones relativas al control de los nombramientos. Estará formada por cinco vocales del Consejo de Administración elegidos por la Asamblea.

La Comisión de la Obra Social tiene como principal cometido velar por el correcto cumplimiento de la obra benéfico-social, cualquiera que sea el modelo de actividad de la caja. Estará integrada por los Consejeros Generales que nombre la Asamblea, y a ella pueden incorporarse representantes de las Comunidades Autónomas en las que la caja tenga su sede social y en las que haya captado, al menos, el 10% del total de sus depósitos.

En las cajas que desarrollen su actividad financiera de manera indirecta a través de una entidad bancaria, se establecen ciertas particularidades en lo referente a sus órganos rectores. En este caso, solo la Asamblea General, el Consejo de Administración y la Comisión de Control serán sus órganos de gobierno. Además, se prevé expresamente que la caja de ahorros pueda designar a sus representantes en el Consejo de Administración de la entidad bancaria, valorando a esos efectos la representación de los diferentes grupos en su propio Consejo.

Por otro lado, al igual que en las entidades de crédito, se introduce la publicación anual obligatoria del informe de gobierno corporativo para las cajas de ahorros al objeto de reforzar su transparencia y la disciplina de mercado, que será remitido a la CNMV, al Banco de España y a los órganos competentes de las Comunidades Autónomas. El contenido y estructura de dicho informe deberá ofrecer una explicación detallada de la estructura del sistema de gobierno de la entidad y de su funcionamiento. Entre otros aspectos, debe incluir una referencia a los eventuales conflictos de interés entre los miembros de los órganos de gobierno y la función social de la caja.

Finalmente, se modifica la regulación relativa a las fusiones de cajas de ahorros con la finalidad de que estas solo puedan ser denegadas mediante resolución motivada y sobre la base del incumplimiento de los requisitos objetivos previstos en la normativa autonómica.

#### SISTEMAS INSTITUCIONALES DE PROTECCIÓN ENTRE CAJAS DE AHORROS

En general, se mantiene la regulación vigente para el conjunto de entidades de crédito sobre la articulación del SIP en torno a una entidad de crédito central. Esta entidad será la responsable de cumplir los requerimientos regulatorios en base consolidada del SIP.

La particularidad más significativa sobre los SIP compuestos por cajas de ahorros se refiere a que la entidad central habrá de estar necesariamente participada por las cajas integrantes en, al menos, un 50% de su accionariado y tener naturaleza de sociedad anónima. De este modo, se logra garantizar que el conjunto de las cajas integradas mediante un SIP no desvirtúen su naturaleza jurídica de manera indirecta al perder el control de su entidad central. En los casos en que las cajas integrantes del SIP pudieran perder el citado porcentaje de la entidad central, las cajas deberán transformarse en fundación de carácter especial y ceder su negocio bancario.

Otra novedad es el refuerzo del compromiso de permanencia y estabilidad de las entidades integradas<sup>11</sup>. A tal efecto, se faculta al Banco de España para realizar una valoración previa al

---

<sup>11</sup>. Las entidades deberán permanecer en el SIP un período mínimo de 10 años, debiendo preavisar con, al menos, 2 años de antelación su deseo de abandonarlo transcurrido dicho período, debiendo incluir en el acuerdo contractual un régimen de penalizaciones por baja que refuerce la permanencia y estabilidad de las entidades en el SIP.

abandono de una entidad, referida tanto a la viabilidad individual de la misma, como al conjunto del sistema tras la pretendida desvinculación.

Se diseña un nuevo modelo organizativo adicional al existente basado en una doble alternativa: 1) el ejercicio indirecto de la actividad financiera de la caja a través de una entidad bancaria, y 2) la transformación de la misma en una fundación de carácter especial, traspasando su negocio a otra entidad de crédito.

En cuanto al ejercicio indirecto de la actividad financiera, las cajas de ahorros podrán desarrollar su objeto propio como entidad de crédito a través de una entidad bancaria a la que aportarán todo su negocio financiero. Igualmente, podrán aportar todos o parte de sus activos no financieros adscritos al mismo. La entidad bancaria receptora podrá utilizar en su denominación social y en su actividad expresiones que permitan identificar su carácter instrumental, incluidas las denominaciones propias de la caja de ahorros de la que dependa.

Al igual que en el SIP, si la caja de ahorros redujese su participación de modo que no alcance el 50% de los derechos de voto de la entidad bancaria, deberá renunciar a la autorización para actuar como entidad de crédito y transformarse en fundación de carácter especial.

Este mismo ejercicio de actividad indirecta también se permitirá a aquellas cajas de ahorros que, de forma concertada, ejerzan en exclusiva su actividad financiera a través de la entidad central de un SIP.

Respecto a la transformación de una caja de ahorros en una fundación de carácter especial, esta se realizará a través de la segregación de su actividad financiera y de su actividad benéfico-social. Traspasarán el patrimonio afecto a su actividad financiera a otra entidad de crédito a cambio de acciones de esta última, y se transformarán en una fundación de carácter especial, perdiendo su condición de entidad de crédito.

La fundación centrará su actividad en la atención y desarrollo de su obra benéfico-social, para lo cual podrá llevar a cabo la gestión de su cartera de valores. La fundación deberá destinar a su finalidad benéfico-social el producto de los fondos, participaciones e inversiones que integren su patrimonio.

**Entidades de crédito:  
nuevas disposiciones  
en materia de solvencia,  
liquidez y fiscalidad**

El *Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio*, citado en el epígrafe anterior, introduce nuevas disposiciones en materia de solvencia y liquidez de las entidades de crédito<sup>12</sup>, así como la normativa fiscal aplicable a las entidades resultantes de los procesos de reestructuración.

Con el fin de evitar potenciales desequilibrios o tensiones de liquidez, se establece la obligación de disponer de una cantidad mínima de activos líquidos que permitan hacer frente a las potenciales salidas de fondos derivadas de pasivos y compromisos, incluso en caso de estrés, y la de mantener una estructura adecuada de fuentes de financiación y de vencimientos en sus activos, pasivos y compromisos con el fin de evitar potenciales desequili-

---

<sup>12</sup>. Estas nuevas medidas surgen a raíz de los acuerdos adoptados en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, también denominado Basilea III, que, entre otros aspectos, establece un marco cuantitativo de medición y cobertura del riesgo de liquidez, materializado en una ratio de corto plazo (*Liquidity Coverage Ratio*), cuyo objetivo es que las entidades cuenten con activos muy líquidos que cubran las necesidades de liquidez en una posible situación de estrés durante un periodo de 30 días, y en una ratio de largo plazo (*Net Stable Funding*), de carácter más estructural, que cubra con fuentes de financiación estables las necesidades de liquidez de la entidad, con el propósito fundamental de que el activo a largo plazo no sea financiado a corto plazo. Asimismo, se prevé introducir una ratio de apalancamiento como medida complementaria a la ratio de solvencia de Basilea II.

brios o tensiones de liquidez que puedan dañar o poner en riesgo la situación financiera de la entidad.

Además, se introduce un límite máximo de apalancamiento, es decir, la relación entre los recursos propios de la entidad y el valor total de sus exposiciones a los riesgos derivados de su actividad. Estas nuevas exigencias quedan pendientes de concretar en un posterior desarrollo reglamentario.

Por otro lado, se añade la posibilidad de que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) pueda adquirir títulos emitidos por entidades de crédito individuales que, aun siendo solventes y viables, no fueran lo suficientemente resistentes en contextos significativamente más adversos que el actual. Con ello se consigue un reforzamiento de su capital con objeto de incrementar la confianza del mercado en dichas entidades.

Estas adquisiciones se condicionarán a la elaboración de un plan de recapitalización cuyos objetivos, medidas y compromisos deberán coincidir con los previstos en el Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito. El plan deberá ser aprobado por el Banco de España, que valorará especialmente la capacidad de la entidad para lograr los citados objetivos sin necesidad de acometer un proceso de integración con otras entidades.

Respecto a la normativa fiscal aplicable a las entidades de crédito resultantes de los procesos de reestructuración, será de aplicación el régimen fiscal especial establecido en la Ley del Impuesto sobre Sociedades<sup>13</sup> para las transmisiones de activos y pasivos que se realicen en el marco de esas reestructuraciones. Ello permite, entre otros efectos, diferir la tributación de las rentas que se pongan de manifiesto en esas transmisiones, aun cuando las operaciones realizadas no se correspondan con las tipificadas en dicho régimen fiscal especial, siempre que produzcan unos resultados económicos equivalentes.

Igualmente, se extiende este régimen de diferimiento a las rentas que se generen en las transmisiones de activos y pasivos realizadas en el marco del cumplimiento de los acuerdos de un SIP. Así, se permite el intercambio de dichos activos o pasivos entre las entidades de crédito integrantes de un SIP, a condición de que cada entidad adquirente valore, a efectos fiscales, los elementos adquiridos por el mismo valor que estos últimos tuvieron en la entidad transmitente con anterioridad. Dicha valoración servirá para determinar las rentas que los citados elementos puedan generar con posterioridad.

En el caso concreto de las cajas de ahorros, se realizan las modificaciones legales oportunas para garantizar la neutralidad fiscal en el tratamiento tributario de la obra benéfico-social con independencia del modelo de organización que adopten.

El Real Decreto-Ley entró en vigor el 14 de julio.

**Entidades de crédito:  
normas de información  
financiera pública  
y reservada, y modelos  
de estados financieros**

Se ha publicado la *CBE 3/2010, de 29 de junio* (BOE del 13 de julio), que modifica la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*<sup>14</sup>, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros. Se reseñan a continuación los aspectos más destacables de la norma.

<sup>13</sup> Concretamente, en el capítulo VIII del título VII del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, que regula el régimen especial de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una sociedad europea o una sociedad cooperativa europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea. <sup>14</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 109-114.

ACTUALIZACIÓN  
DE LAS POLÍTICAS  
Y DE LOS PROCEDIMIENTOS  
PARA LA CONCESIÓN  
DE PRÉSTAMOS

Se amplían las políticas, los métodos y los procedimientos que las entidades de crédito deberán aplicar en la concesión de préstamos, así como en la identificación de su deterioro y del cálculo de los importes necesarios para la cobertura del correspondiente riesgo de crédito.

Además de los establecidos en la CBE 4/2004, los criterios de concesión deberán estar fundamentalmente vinculados con la capacidad de pago del prestatario (denominado primera carga) para cumplir, en tiempo y forma, con el total de las obligaciones financieras asumidas a partir de su ingresos habituales. Se utilizará la segunda carga (avalistas, fiadores o activos entregados como garantía) como vía de recobro para cuando haya fallado la primera.

Deberá existir un plan de pagos respecto de la financiación concedida, con vencimientos periódicos relacionados con las fuentes primarias de generación de ingresos del prestatario y, en su caso, con la vida útil de la garantía. Para el caso de la financiación a particulares, los planes de amortización deberán observar una relación máxima entre el servicio de sus deudas (incluidos todos los pagos recurrentes para atender sus créditos en la entidad y para otras deudas) y la renta disponible del prestatario. En ningún caso, la renta disponible resultante tras atender el servicio de sus deudas podrá suponer una limitación notoria para cubrir los gastos familiares del prestatario.

En las operaciones de crédito que cuenten con activos inmobiliarios como garantía adicional a la personal del prestatario, las entidades utilizarán su propio juicio profesional, valorando el grado de movilización potencial de los activos reales inmobiliarios. No obstante, deberán extremar la prudencia en el uso de valores de tasación, y de cualquier otro tipo de trabajos de profesionales externos, en las operaciones de crédito que cuenten con activos reales inmobiliarios como garantía adicional a la personal del prestatario. También deberán establecer una frecuencia mínima para revisar las garantías reales tomadas como cobertura de préstamos concedidos, y actualizar las tasaciones vinculándolas a los cambios que experimente el mercado del activo recibido en garantía o, en su caso, adquirido en pago de deudas.

Finalmente, entre otros aspectos, deberán disponer también de condiciones de financiación de proyectos inmobiliarios, y de una política de renegociación de deudas, aprobadas por el máximo órgano de gobierno de la entidad.

MODIFICACIÓN DE LOS  
CRITERIOS DE LOS ACTIVOS  
CALIFICADOS COMO DUDOSOS

Respecto a los activos calificados como dudosos por razón de la morosidad del cliente, se unifican los distintos calendarios de cobertura<sup>15</sup> en uno solo. En el nuevo calendario, se recorta sustancialmente el período de tiempo para provisionar los préstamos, de forma que la cobertura total del riesgo de crédito se alcanzará una vez transcurridos 12 meses desde el vencimiento de la primera cuota o plazo que permanezca impagado de una misma operación<sup>16</sup>. Esta escala también se aplicará desde la fecha del importe vencido más antiguo que permanezca impagado, o la de la calificación de los activos como dudosos si es anterior.

Dentro de las operaciones con garantía inmobiliaria, se establecen ciertos criterios para estimar el deterioro de los activos financieros calificados como dudosos<sup>17</sup>, según el tipo de bien sobre el que recae el derecho real, siempre que sea de primera carga:

---

**15.** En la normativa anterior, había tres calendarios de cobertura: el primero para operaciones sin garantía real en el que se establecían diferentes porcentajes de cobertura según que el cliente fuera empresario del resto de la clientela; el segundo para operaciones con garantía real sobre primera hipoteca de viviendas terminadas, y el tercero para operaciones con el resto de las garantías reales. **16.** En los calendarios de la normativa anterior, la cobertura total del riesgo de crédito se alcanzaba a los 24 meses para las operaciones sin garantía real, llegando hasta los seis años en operaciones con garantía real de primera hipoteca sobre viviendas terminadas. **17.** Anteriormente, las garantías se consideraban indirectamente aplicando los dos calendarios existentes.



Para las viviendas terminadas que sean residencia habitual del prestatario, la estimación del valor en garantía será como máximo el menor importe, ponderado por un 80%, entre el coste de la vivienda terminada y el valor de tasación en su estado actual.

Para el resto de las viviendas terminadas (no residencia habitual), el porcentaje anterior se rebaja al 60%.

En las fincas rústicas en explotación, y oficinas, locales y naves polivalentes terminados, será, como máximo, el menor importe ponderado por un 70%, entre el coste de la finca o del inmueble polivalente y el valor de tasación en su estado actual.

En las parcelas, solares y resto de activos inmobiliarios, el porcentaje anterior se rebaja al 50%.

ACTIVOS ADQUIRIDOS  
O ADJUDICADOS EN PAGO  
DE DEUDAS

Se introducen nuevas disposiciones en relación con los activos adquiridos o adjudicados en pago de deudas. Su objetivo es incentivar la búsqueda de soluciones de gestión relativas a este tipo de activos que permitan liberar los recursos invertidos en ellos en beneficio de la actividad típica de las entidades de crédito.

El valor de dichos activos será el menor importe entre el valor contable de los activos financieros aplicados, teniendo en cuenta el deterioro estimado (con un mínimo del 10%), y el valor de tasación de mercado del activo recibido menos los costes estimados de venta (como mínimo el 10% del valor de tasación). El importe neto de ambos conceptos será considerado como el coste inicial del activo recibido.

Salvo causas muy excepcionales, la recepción de activos en pago de deudas no dará lugar al reconocimiento de ganancias, ni, en su caso, a la liberación de coberturas de los activos financieros aplicados, cuando previamente estos hubiesen sido calificados como activos dudosos.

La entidad deberá tener en cuenta el deterioro de los activos recibidos en pago de deudas, por lo que se establece un calendario de cobertura en función de su antigüedad en balance, que nunca será menor del 10% y que llegará a alcanzar hasta el 30% si supera los 24 meses. Para los activos que lleven más tiempo, las entidades dispondrán de procedimientos que aseguren la adecuación de los valores de tasación de mercado utilizados a las condiciones reales de mercado en la zona de ubicación de aquellos.

La Circular entró en vigor el 30 de septiembre.

**Entidades de crédito:  
agentes y acuerdos para  
la prestación de servicios  
financieros**

Se ha publicado la *CBE 4/2010, de 30 de julio* (BOE del 4 de agosto), que sustituye y deroga a la *CBE 6/2002, de 20 de diciembre*<sup>18</sup>, relativa a la información sobre los agentes de las entidades de crédito y los acuerdos celebrados para la prestación habitual de servicios financieros. La Circular actualiza la normativa anterior a la vista de los cambios regulatorios habidos desde aquella fecha, precisando con mayor claridad los acuerdos y los agentes sujetos a la declaración, especialmente si estos estuvieran integrados en las redes de otras entidades supervisadas. Asimismo, aclara diversos aspectos relacionados con la propia designación de agentes y con su actividad.

Las entidades de crédito, como hasta ahora, tienen un plazo de 15 días naturales para comunicar al Banco de España la información sobre aquellas personas a las que hubieran otorgado

<sup>18</sup>. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2003», *Boletín Económico*, abril de 2003, Banco de España, pp. 84 y 85.

poderes para, en su nombre y por su cuenta, formalizar todos o algunos de los servicios que preste la entidad, incluidos los de inversión. En dicha comunicación no se incluirán: los corresponsales; los mandatarios con poderes para una sola operación específica; las personas que se encuentren ligadas a la entidad por una relación laboral; las que dispongan, exclusivamente, de poderes para captar operaciones, pero que carezcan de facultades para negociarlas o formalizarlas, y los representantes, apoderados o empleados de las personas jurídicas agentes.

Como novedad, la Circular excluye ahora a las personas (físicas o jurídicas) integradas en las redes comerciales de empresas de servicios de inversión (ESI), de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) o de fondos de pensiones o entidades aseguradoras declaradas como agentes de la entidad de crédito, siempre que tales personas figuren ya inscritas como agentes de la ESI o de la SGIIC en los registros de la CNMV, o como agentes del fondo de pensiones o de la entidad aseguradora en los de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

El plazo para comunicar la cancelación de las representaciones concedidas o cualquier variación relativa a los datos previamente comunicados se mantiene en 15 días.

Por otro lado, se añade la obligación de las entidades de crédito españolas y de las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras de comunicar al Banco de España, con referencia al último día de cada semestre natural, las personas (físicas o jurídicas) que hubieran designado para llevar a cabo profesionalmente, con carácter habitual y en nombre y por cuenta de la entidad, las actividades de promoción y comercialización de operaciones o servicios típicos de la actividad de una entidad de crédito, incluidos los servicios de inversión y auxiliares que preste la entidad.

Se elimina la obligación específica de enviar periódicamente la relación de agentes en un anejo de su memoria anual, en la medida en que las entidades ya están obligadas a remitirla al Banco de España, según establece la CBE 4/2004 de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelo de estados financieros. En cualquier caso, se mantiene el carácter público de las informaciones remitidas al Banco de España.

En lo relativo a la declaración de los acuerdos suscritos entre entidades de crédito españolas y extranjeras para la prestación habitual de servicios financieros, ya sea en España en nombre de estas últimas, ya sea de forma recíproca, la nueva Circular mantiene iguales obligaciones, y en idénticos términos, que la Circular derogada. Así, las entidades de crédito españolas que hayan suscrito acuerdos con entidades de crédito extranjeras para la prestación habitual en España de servicios financieros a la clientela, en nombre y por cuenta de la entidad extranjera, lo comunicarán al Banco de España, en el plazo de un mes.

En el caso de acuerdos con entidades de crédito extranjeras para la prestación recíproca de servicios financieros, los poderes otorgados a la entidad extranjera para que actúe en nombre y por cuenta de la española han de declararse por el mismo procedimiento y plazo que el establecido para los agentes (máximo de 15 días), mientras que los concedidos a la entidad española para operar en España en nombre y por cuenta de la extranjera deberán ser declarados de igual forma que los acuerdos con entidades extranjeras (máximo de un mes).

Respecto a la contratación de agentes, la Circular establece la obligación de que las entidades de crédito introducirán medidas de control adecuadas para promover la capacidad profesional de los agentes y asegurarse de que cumplen la normativa que resulte de aplicación

en sus relaciones con la clientela. Además, se aclara que la formalización notarial de los poderes será, sin perjuicio de lo que pueda exigir otra normativa aplicable, potestativa para la entidad de crédito.

Finalmente, se precisa que la exclusividad en la relación de agencia únicamente impediría el establecimiento de análogas relaciones con otras entidades de crédito, pero no con otras entidades, incluso reguladas, salvo que lo impida la normativa sectorial aplicable a estas últimas. No obstante, las entidades de crédito velarán por que las restantes actividades desarrolladas por sus agentes no entren en conflicto con el buen desempeño de la representación que les han confiado.

La Circular entrará en vigor el 4 de noviembre.

**Modificación del  
Reglamento de la  
Sociedad de Gestión de  
los Sistemas de Registro,  
Compensación y  
Liquidación de Valores**

Se ha publicado la *Orden EHA/2054/2010, de 26 de mayo* (BOE del 29 de julio), que modifica el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR), aprobado por la Orden ECO/689/2003, de 27 de marzo<sup>19</sup>.

La Orden añade al Reglamento dos nuevos capítulos: 1) la liquidación y registro de operaciones de compraventa de valores admitidos a negociación en las bolsas de valores y realizadas al margen de los mercados bursátiles, y 2) la celebración de convenios con entidades que desempeñen funciones análogas, entidades de contrapartida central, organismos rectores de mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y otros sistemas o entidades similares.

IBERCLEAR prestará a las entidades participantes en el Sistema de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) los servicios de liquidación y registro de las operaciones de compraventa de valores admitidos a negociación en las bolsas de valores que se realicen al margen de los mercados bursátiles. Asimismo, se establecen, entre otros aspectos, los principios bajo los cuales prestarán los servicios de liquidación (principios de liquidación bilateral, entrega contra pago y neutralidad financiera), y los términos y los plazos de comunicación de la liquidación de las operaciones.

IBERCLEAR también podrá prestar estos servicios a entidades de contrapartida central y otras que desempeñen funciones análogas con las que hubiera establecido un convenio. Para ello requerirá la aprobación de la CNMV. Esta regulará, entre otros aspectos: 1) la forma en que la entidad de contrapartida central accede a los servicios referidos; 2) los procedimientos específicos de información, evaluación y gestión de riesgos que procuren la debida coordinación entre las actuaciones de la Sociedad de Sistemas, y 3) los procedimientos aplicables por entidades de contrapartida central o de entidades que gestionen mecanismos de garantía equivalentes que pudieran intervenir en las operaciones objeto de liquidación y registro.

Por otro lado, se regulan otros convenios que IBERCLEAR podrá establecer con entidades que desempeñen funciones análogas<sup>20</sup> para desarrollar determinadas actividades como: la apertura y llevanza de cuentas, u otras actividades y servicios de la Sociedad de Sistemas, incluida la liquidación de todas o parte de las operaciones concertadas en mercados y sistemas de negociación de valores e instrumentos financieros. La liquidación podrá realizarse a través de los procedimientos que IBERCLEAR tenga establecidos o diseñe a tal efecto, que

<sup>19</sup>. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2003», *Boletín Económico*, abril de 2003, Banco de España, pp. 85 y 86. <sup>20</sup>. Entidades de contrapartida central, organismos rectores de mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y otros sistemas o entidades similares.

podrán incluir procesos contra pago o libres de pago, con liquidación en euros o en otras divisas.

La celebración de dichos convenios estará sujeta a la previa aprobación de la CNMV, y se atenderá a ciertas consideraciones, como la oportunidad del servicio objeto del convenio, el interés general de los mercados y la reciprocidad por parte de la otra entidad.

Asimismo, IBERCLEAR establecerá las disposiciones necesarias para la adecuada reglamentación de los aspectos relacionados con el alcance y procedimiento de elaboración de dichos convenios, que también serán sometidos a la previa autorización de la CNMV.

La Orden entró en vigor el 18 de agosto.

### **Modificación de las normativas del mercado de valores y de la auditoría de cuentas**

Se ha publicado la *Ley 12/2010, de 30 de junio* (BOE del 1 de julio), que modifica la *Ley 19/1988, de 12 de julio*<sup>21</sup>, de Auditoría de Cuentas, la *Ley 24/1988, de 28 de julio*<sup>22</sup>, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria.

#### MERCADO DE VALORES

Conforme estaba establecido, las sociedades anónimas cotizadas deberán cumplir las obligaciones de información por cualquier medio técnico, informático o telemático, sin perjuicio de los derechos que corresponden a los accionistas para solicitar la información en forma impresa. Para ello, debían disponer de una página web para atender esas obligaciones de información, así como para difundir información relevante.

Ahora, se introduce que en dicha página web la sociedad habilitará un Foro Electrónico de Accionistas, al que podrán acceder, con las debidas garantías, tanto los accionistas individuales como las asociaciones voluntarias que se puedan constituir con el fin de facilitar su comunicación con carácter previo a la celebración de las juntas generales. En el Foro podrán publicarse propuestas que pretendan presentarse como complemento del orden del día anunciado en la convocatoria, solicitudes de adhesión a tales propuestas, iniciativas para alcanzar el porcentaje suficiente para ejercer un derecho de minoría previsto en la Ley, así como ofertas o peticiones de representación voluntaria.

Por otro lado, se permite a los accionistas de cada sociedad cotizada constituir asociaciones específicas y voluntarias para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes. Reglamentariamente se desarrollará el régimen jurídico de las asociaciones de accionistas, que comprenderá, al menos, los requisitos y límites para su constitución, las bases de su estructura orgánica, las reglas de su funcionamiento, y los derechos y obligaciones que les correspondan, especialmente en su relación con la sociedad cotizada.

Finalmente, se adaptan las disposiciones referentes al *Comité de Auditoría* (que deben tener todas las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores) a la Directiva 2006/43/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2006<sup>23</sup>, relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas. En concreto: 1) se amplían las competencias y las normas de funcionamiento de dicho

21. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, p. 63. 22. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62. 23. La Directiva 2006/43/CE modificó las directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo y derogó la Directiva 84/253/CEE, de 10 de abril de 1984, del Consejo, relativa a la autorización de las personas encargadas del control legal de documentos contables.

Comité conforme a la normativa comunitaria, y 2) se establece que, al menos, uno de los miembros del Comité de Auditoría será independiente y será designado teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o ambas.

Se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, para adaptarla a la Directiva 2006/43/CE. Al mismo tiempo, se aprovecha la reforma para modificar ciertos aspectos de la regulación contenida en dicha Ley para incorporar los cambios acaecidos en la legislación mercantil, mediante la Ley 16/2007, de 4 de julio<sup>24</sup>, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea, y las mejoras de carácter técnico aconsejadas por la experiencia y la práctica desarrollada desde su entrada en vigor.

Se actualiza la definición de auditoría de cuentas para dar cabida a los nuevos documentos contables que integran las cuentas anuales, incorporados por la Ley 16/2007, como son el estado que recoge los cambios en el patrimonio neto y el estado de flujos de efectivo, ya que igualmente deben ser auditados.

Se ajusta el contenido mínimo del informe de auditoría al adoptado por la Directiva 2006/43/CE, para facilitar su comparabilidad en el entorno económico internacional. Entre otros aspectos, se suprimen las menciones expresas en la opinión del informe de auditoría relativas tanto al cumplimiento del principio de uniformidad como a las circunstancias que afectan con carácter general al principio de empresa en funcionamiento, aunque podrán incluirse únicamente en determinadas situaciones.

Se reduce de seis a dos meses el período de información pública al que deben someterse las normas técnicas de auditoría con anterioridad a su publicación por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

Se introducen ciertas modificaciones en el régimen de infracciones y sanciones. Así, se tipifican nuevas infracciones como el incumplimiento de la obligación de debida custodia de la documentación referente a cada auditoría; la falta de seguimiento de las recomendaciones o requerimientos que pudieran formularse en el ejercicio del control de calidad; el incumplimiento de la obligación de publicar, o de hacerlo incorrectamente, el informe anual de transparencia por parte de los auditores de cuentas o sociedades de auditoría de entidades de interés público, así como los de terceros países, y la falta de aplicación de los sistemas de control de calidad interno por parte de los auditores.

En el régimen de sanciones, se modifican ciertos aspectos para corregir los efectos que se producían con la aplicación del régimen actual, incorporando normas especiales para aquellos casos en los que la entidad auditada ostenta la condición de entidad de interés público. Asimismo, se tipifican las sanciones a las nuevas infracciones incorporadas, que deberán tener la oportuna difusión pública.

Conforme a la Directiva 2006/43/CE, se delimitan el alcance y la finalidad de la actividad de control de la auditoría de cuentas, autorizando al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas para publicar los planes de actuación, los informes de actividad del sistema de supervisión, así como los resultados generales alcanzados en la realización del control de calidad.

---

24. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2007», *Boletín Económico*, octubre de 2007, Banco de España, pp. 155-157.

El sistema de supervisión debe ir acompañado de una cooperación efectiva con las autoridades de terceros países, regulando las competencias de control atribuidas al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas sobre los auditores y sociedades de auditoría de terceros países, siempre que haya reciprocidad y los acuerdos reguladores así lo establezcan.

Finalmente, se establecen requisitos más estrictos para los auditores de entidades de interés público. En concreto, se les impone la obligación de publicar un informe anual de transparencia, y unas mayores sanciones para aquellos casos en que estas infracciones se cometan en relación con la auditoría de una entidad de interés público.

La Ley, salvo alguna salvedad, entró en vigor el 2 de julio.

### **Información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión**

Se ha publicado la *Circular 1/2010 de la CNMV, de 28 de julio* (BOE del 16 de agosto), que regula la información reservada que las entidades que prestan servicios de inversión<sup>25</sup> deben enviar a este organismo supervisor<sup>26</sup>.

Su ámbito de aplicación comprende a todas las entidades autorizadas, tanto las entidades españolas como las extranjeras (comunitarias y no comunitarias), para prestar servicios de inversión, bien a través de sucursales bien en régimen de libre prestación de servicios.

Los modelos de información reservada comprenden los estados T1 a T15<sup>27</sup> que figuran en el anejo de la Circular. Deberán remitirse anualmente, por medios telemáticos, a la CNMV dentro de los dos primeros meses del ejercicio siguiente.

Asimismo, se establecen ciertas particularidades, de forma que la Circular opta por no exigir la remisión de todos los estados reservados a determinadas entidades. En el caso de las ESI, se han excluido ciertos estados que presentan similitudes con otros que ya tienen que remitir a la CNMV. Las EAFI únicamente tienen que remitir el estado relacionado con la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión y el relativo a los perfiles de clientes a los que se les ha evaluado la idoneidad.

La Circular entró en vigor el 17 de agosto.

### **Valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación**

Se ha publicado la *Circular 2/2010 de la CNMV, de 28 de julio* (BOE del 30 de septiembre), que sustituye y deroga a la Circular 6/1998 de la CNMV, de 16 de diciembre, sobre valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación<sup>28</sup>. La Circular introduce los nuevos instrumentos y prácticas financieras existentes desde aquella fecha hasta la actualidad.

---

25. Las entidades que pueden prestar servicios de inversión son: las ESI, las entidades de crédito y las SGIIIC. Dentro de las ESI se incluyen las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las empresas de asesoramiento financiero (EAFI). 26. En virtud de la habilitación otorgada por el Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre. 27. Los estados T1 a T3 solicitan datos descriptivos de la entidad, de las personas de contacto, así como información relativa al número de clientes de la entidad, tanto por servicio de inversión o auxiliar como por segmentos comerciales y por perfil de riesgo; los estados T4 y T5 recogen información sobre los ingresos brutos de la entidad desglosados por los distintos servicios de inversión; los estados T6 a T10 requieren información detallada sobre los servicios de gestión discrecional de carteras, asesoramiento en materia de inversión, colocación de instrumentos financieros y recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes. Finalmente, los estados T11 a T15 recaban diversa información relativa, entre otros aspectos, a los distintos canales de distribución, al número de reclamaciones presentadas, a las operaciones sospechosas de constituir abuso de mercado y a la relevancia de la prestación de servicios de inversión en terceros países a través de sucursales establecidas en España. 28. El Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, que desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, asignó a la CNMV el desempeño de las funciones en materia de codificación de valores negociables, configurándola como única entidad competente en esta materia.

Dentro de los instrumentos financieros que pueden ser objeto de codificación, desaparece el límite de las acciones de sociedades anónimas (anteriormente, para que las acciones fueran objeto de codificación las sociedades debían contar con un capital social superior a 150.000 euros). Además, se añaden las letras del Tesoro, y se mantiene la capacidad de la CNMV para incorporar cualquier otro instrumento que, por sus características y significación, requiera este tratamiento codificado.

Respecto a la asignación de códigos para las nuevas emisiones de valores o para las ya existentes no codificadas, se actualizan el tipo de entidades que podrán solicitarla a la CNMV. Así, además de las establecidas en la norma anterior<sup>29</sup>, se añaden el resto de las empresas de servicios de inversión (las sociedades gestoras de carteras y las EAFI) y las entidades de capital riesgo.

En cuanto a la reasignación y baja de códigos de valores de renta fija y renta variable, se introduce el supuesto del cambio de depositario central de los valores, distinguiendo el caso de los títulos físicos del de las anotaciones en cuenta. En el caso de que fueran títulos físicos, y se emitieran nuevos para canjearlos por los antiguos, se les asignarán nuevos códigos, manteniendo los anteriores hasta que se liquiden las operaciones pendientes. En las anotaciones en cuenta, se mantendrán los códigos ya asignados.

La Circular entró en vigor el 1 de octubre.

**Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)<sup>30</sup>: desarrollo de la normativa**

Se ha publicado la Directiva 2010/42/UE de la Comisión, de 1 de julio (DOUE del 10), por la que se desarrollan determinadas disposiciones de la Directiva 2009/65/CE<sup>31</sup> del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio<sup>32</sup>, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados OICVM (versión refundida), relativas a las fusiones de fondos de OICVM, a las estructuras de tipo principal-subordinado y al procedimiento de notificación.

También se ha promulgado la Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio (DOUE del 10), por la que se desarrollan determinadas disposiciones de la Directiva 2009/65/CE, relativas a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre los depositarios y las sociedades de gestión.

**FUSIONES DE FONDOS**

Respecto a las fusiones de fondos, se desarrollan las normas generales relativas al contenido de la información que debe facilitarse a los partícipes. Así, dicha información deberá tener en cuenta determinados requisitos, entre otros, los siguientes: 1) redacción sencilla que permita a los partícipes formarse un juicio fundado sobre la incidencia de la fusión en sus inversiones; 2) inclusión de datos detallados sobre cualquier diferencia en los derechos de los partícipes del OICVM fusionado antes y después de que se produzca la fusión prevista; 3) comparación de todos los gastos y comisiones aplicables a ambos OICVM, sobre la base de las cantidades indicadas en sus datos fundamentales para el inversor, y 4) explicación sobre si la sociedad de inversión o de gestión del OICVM fusionado se propone proceder a realizar algún reajuste de cartera antes de que la fusión sea efectiva.

<sup>29</sup>. La propia entidad emisora, las entidades de crédito, las sociedades y agencias de valores, los servicios de compensación y liquidación de valores, y las instituciones de inversión colectiva. <sup>30</sup>. Similares a las instituciones de inversión colectiva españolas. <sup>31</sup>. La Directiva 2009/65/CE sustituyó a la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre, junto con sus modificaciones posteriores. <sup>32</sup>. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 167-171.

Esa información tiene por objeto permitir a los partícipes formarse un juicio fundado sobre si desean continuar invirtiendo o bien solicitar el reembolso cuando un OICVM participe en una fusión, se transforme en OICVM subordinado o cambie el OICVM principal. La información debe dirigirse personalmente a los partícipes, ya sea en soporte papel o en otro soporte duradero, como el correo electrónico.

Otro apartado de la Directiva 2010/42/UE desarrolla la normativa sobre las estructuras principal-subordinado, concretando el contenido del acuerdo entre el OICVM principal y el OICVM subordinado<sup>33</sup>. Entre otros elementos, deberá incluir el modo y el momento en que el OICVM principal facilitará al OICVM subordinado: 1) un ejemplar de su reglamento o de sus documentos constitutivos, del folleto y de los datos fundamentales para el inversor o cualquier modificación de los mismos; 2) los documentos internos de funcionamiento, tales como su proceso de gestión del riesgo y sus informes de cumplimiento; 3) la información sobre su riesgo efectivo en relación con instrumentos financieros derivados, cuando el OICVM utilice este tipo de instrumentos.

Además, se deberán detallar otros aspectos, como son: 1) los procedimientos adecuados de gestión de las consultas y reclamaciones de los partícipes; 2) los principios de inversión y desinversión por el OICVM subordinado, entre ellos, las condiciones en que el OICVM subordinado podrá realizar una transferencia inicial o posterior de activos en especie al OICVM principal<sup>34</sup>, y 3) la ley aplicable al acuerdo, que podrá ser bien la del Estado miembro donde esté establecido el OICVM subordinado, bien la del OICVM principal. En este caso, ambas partes deberán reconocer la competencia exclusiva de los órganos jurisdiccionales de dicho Estado miembro.

Por otra parte, se desarrollan los procedimientos y los plazos de comunicación en los casos de liquidación, fusión o escisión del OICVM principal. En cualquiera de estos escenarios, el OICVM subordinado deberá ser objeto de liquidación, salvo que las autoridades competentes del Estado miembro de origen del OICVM subordinado autoricen otras opciones. Así, en el caso de la liquidación del OICVM principal, se puede autorizar al OICVM subordinado la inversión de, como mínimo, el 85% de sus activos en participaciones de otro OICVM principal, o la modificación del reglamento del fondo o los documentos constitutivos a fin de que el OICVM subordinado pueda transformarse en un OICVM que no sea subordinado.

En los casos de fusión o escisión del OICVM principal, el Estado miembro de origen del OICVM subordinado puede autorizarle bien a que continúe siendo un OICVM subordinado del OICVM principal o de otro OICVM que surja de la fusión o escisión del OICVM principal, bien a que invierta como mínimo el 85% de sus activos en participaciones de otro OICVM principal ajeno a la fusión o escisión, o modifique sus reglamentos o documentos constitutivos a fin de transformarse en un OICVM que no sea subordinado.

Por otra parte, se detalla el contenido del acuerdo de intercambio de información, tanto entre los depositarios como entre los auditores del OICVM principal y los del subordinado, con el fin de permitir a este último recibir toda la información y los documentos pertinentes que necesite para poder cumplir con sus obligaciones.

Especial mención se hace en relación con la notificación que el depositario del OICVM principal debe realizar al OICVM subordinado de las irregularidades que detecte en el desempeño

---

<sup>33</sup>. El OICVM subordinado invierte como mínimo un 85% de sus activos en el OICVM principal. <sup>34</sup>. Salvo que ello estuviera prohibido en las legislaciones nacionales o sea incompatible con el reglamento o con los documentos constitutivos del OICVM principal o del OICVM subordinado.



de sus funciones, y que puedan afectar negativamente al OICVM subordinado. Dicha notificación será inmediata, indicará las posibles soluciones a las mismas, y la forma en que se han resuelto.

Por último, en relación con los OICVM que comercialicen sus participaciones en Estados miembros diferentes de aquellos en que estén establecidos, se especifica el alcance y el detalle de la información que se debe facilitar a los inversores, garantizando que pueda obtenerse fácilmente a distancia y por medios electrónicos. También se establece un procedimiento de notificación electrónica a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida del OICVM de las modificaciones que se produzcan en esa información.

SOCIEDADES DE GESTIÓN:  
REQUISITOS DE  
ORGANIZACIÓN, CONFLICTOS  
DE INTERESES, CONDUCTA  
EMPRESARIAL  
Y GESTIÓN DE RIESGOS

La Directiva 2010/43/UE desarrolla la Directiva 2009/65/CE en lo que atañe a los requisitos de organización, conflictos de intereses, conducta empresarial y gestión de riesgos de las sociedades de gestión<sup>35</sup>.

Las sociedades de gestión podrán celebrar acuerdos para que un tercero ejerza algunas de sus actividades. Este tiene que cumplir todos los requisitos aplicables en materia de organización y de conflicto de intereses en las actividades que vaya a desempeñar, y estar dotado de las cualificaciones y la capacidad necesarias para el ejercicio de esas funciones. Por su parte, la sociedad de gestión, además de comprobar que el tercero haya tomado las medidas oportunas para cumplir esos requisitos, ha de controlar que los cumple efectivamente.

Conforme a la Directiva 2009/65/CE, las sociedades de gestión deberán establecer una estructura organizativa bien documentada que atribuya con claridad las distintas responsabilidades y que garantice un buen flujo de la información entre todas las partes interesadas. Asimismo, para salvaguardar la información y garantizar la continuidad de la actividad empresarial, han de establecer unos sistemas que les permitan cumplir con sus obligaciones en caso de que sus actividades sean desempeñadas por terceros.

Las sociedades de gestión estarán obligadas a adoptar, aplicar y mantener una estrategia idónea y efectiva para el ejercicio de los derechos de voto adscritos a los instrumentos financieros de los OICVM por ellas gestionados. Los inversores deberán poder acceder gratuitamente, incluso a través de un sitio web, a la información referente a la estrategia y a su aplicación.

Al ejecutar cualquier orden en nombre de un OICVM, las sociedades de gestión han de tomar cuantas medidas sean razonables para obtener siempre en beneficio de aquel el mejor resultado posible, teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, las posibilidades de ejecución y liquidación y el volumen y naturaleza de la orden, así como cualquier otra consideración que sea de importancia para la ejecución de esta.

Respecto a la actividad transfronteriza, se determinan los principales elementos del acuerdo entre el depositario de un OICVM y una sociedad de gestión cuando esta esté establecida en un Estado miembro distinto del Estado miembro de origen del OICVM, detallando ciertos preceptos en materia de conflictos de leyes.

---

<sup>35</sup>. La sociedad de gestión tiene como actividad habitual la gestión de un OICVM constituido en forma de fondo común de inversión o de sociedades de inversión. Las sociedades de inversión que no hayan designado a una sociedad de gestión están sujetas a las mismas reglas de conducta y a las mismas disposiciones sobre conflictos de intereses y gestión de riesgos que las sociedades de gestión.

Con el fin de garantizar que las sociedades de gestión dispongan de un sistema de control adecuado, deberá existir un departamento permanente de verificación del cumplimiento y otro de auditoría interna. El primero estará diseñado de forma que pueda detectar cualquier riesgo de que esas sociedades incumplan las obligaciones que les incumben en virtud de la Directiva 2009/65/CE. El segundo ha de tener por objeto verificar y evaluar los procedimientos de control y las medidas administrativas que establezcan dichas sociedades.

Además, conforme a la Directiva 2009/65/CE, se especifican los criterios que hayan de emplearse para evaluar la adecuación del procedimiento de gestión de riesgos que siguen las sociedades de gestión. La organización de la política de gestión de riesgos tiene que ser adecuada y proporcionada a la naturaleza, escala y complejidad de las actividades de la sociedad de gestión y de los OICVM por ella gestionados.

Un elemento esencial en los criterios de valoración de la idoneidad de los procesos de gestión de riesgos es la adopción, por parte de las sociedades de gestión, de unas técnicas de medición de riesgos que, siendo proporcionadas y efectivas, permitan medir en cualquier momento los riesgos a los que estén o puedan estar expuestos los OICVM gestionados por esas sociedades.

Para ello, se introducen ciertos parámetros que determinan la forma de diseñar un sistema de gestión de riesgos que garantice que las sociedades de gestión respeten los límites que impone a la inversión la Directiva 2009/65/CE, entre ellos, los que afectan al riesgo global y a la exposición al riesgo de contraparte. En el establecimiento de esos criterios, se aclara el modo en que haya de calcularse el riesgo global, incluyendo el uso del enfoque de compromiso, del enfoque del valor en riesgo o de alguna otra metodología avanzada de medición de riesgos.

También se determinan los principales elementos de la metodología que deban utilizar las sociedades de gestión para calcular el riesgo de contraparte. Al aplicar estas disposiciones, deben tenerse presentes las condiciones en que se utilicen esas metodologías, incluidos los principios (desarrollados por las autoridades competentes que participen en el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores) que hayan de aplicarse a los acuerdos de garantía para reducir la exposición de los OICVM al riesgo de contraparte, así como el uso de los acuerdos de cobertura y de compensación.

De acuerdo con la Directiva 2009/65/CE, se regulan los procedimientos que las sociedades de gestión están obligadas a aplicar para el cálculo del valor de los derivados no negociados en mercados organizados (derivados OTC), y de aquellos instrumentos que expongan a los OICVM a riesgos de valoración equivalentes a los planteados por los derivados OTC.

Asimismo, estarán obligadas a notificar a las autoridades competentes los tipos de instrumentos derivados en los que se hayan invertido las participaciones de un OICVM, los riesgos subyacentes que se planteen, los límites cuantitativos que sean aplicables y los métodos que se hayan escogido para calcular los riesgos asociados a esas operaciones.

Los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en ambas directivas antes del 30 de junio de 2011, salvo algunos de sus preceptos de la Directiva 2010/42/UE, que se aplicarán antes del 31 de diciembre de 2013.

**Medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales: modificación de la normativa**

Se ha publicado la *Ley 15/2010, de 5 de julio* (BOE del 6), que modifica la *Ley 3/2004, de 29 de diciembre*<sup>36</sup>, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, y la *Ley 30/2007, de 30 de octubre*, de contratos del sector público.

Conforme establece el preámbulo de la norma, esta tiene por objeto corregir desequilibrios y aprovechar las condiciones de las empresas con el fin de favorecer la competitividad y lograr un crecimiento equilibrado de la economía española, en línea con una concepción estratégica de la economía sostenible.

Desde el punto de vista del sector público, se reduce de 60 a 30 días el plazo máximo de pago de sus deudas. Transcurrido ese plazo, los contratistas podrán reclamar por escrito a la Administración contratante el cumplimiento de la obligación de pago y, en su caso, de los intereses de demora. Además, se establece un procedimiento efectivo y ágil para hacer efectivas las deudas de los poderes públicos, y se establecen mecanismos de transparencia en materia de cumplimiento de las obligaciones de pago, a través de informes periódicos a todos los niveles de la Administración y del establecimiento de un nuevo registro de facturas en las Administraciones locales. Para la aplicación de ese plazo, se establece un período transitorio que culminará el 1 de enero de 2013<sup>37</sup>.

En cuanto a las empresas, se establece un plazo máximo de pago de 60 días por parte de empresas para los pagos a proveedores (antes primaba el pacto entre las partes). Este plazo de pago no podrá ser ampliado por acuerdo entre las partes que den lugar a aumentos injustificados del plazo de pago. Del mismo modo, se establece un calendario transitorio que finalizará el 1 de enero de 2013<sup>38</sup>.

Por último, se refuerza el derecho a percibir indemnización cuando el deudor incurra en mora, se amplía la posibilidad de que las asociaciones denuncien prácticas abusivas en nombre de sus asociados, y se promueve la adopción de códigos de buenas prácticas comerciales en materia de pagos.

La Ley entró en vigor el 7 de julio.

**Sociedades de capital**

Se ha publicado el *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio* (BOE del 3), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. La norma sustituye a la *Ley 2/1995, de 23 de marzo*<sup>39</sup>, de Sociedades de Responsabilidad Limitada; al *Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre*, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas; al título X de la *Ley 24/1988, de 28 de julio*<sup>40</sup>, del Mercado de Valores, referentes a las sociedades cotizadas, y a la sección 4 del título I del libro II, del Código de Comercio, publicado por Decreto de 22 de agosto de 1885.

La norma cumple con la previsión recogida en la disposición final séptima de la *Ley 3/2009, de 3 de abril*, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, que habilita al Gobierno para que, en el plazo de doce meses, proceda a refundir en un único texto, bajo el título de *Ley de Sociedades de Capital*, las normas legales de las sociedades comanditarias por acciones, las sociedades anónimas, las de responsabilidad limitada y las sociedades anónimas cotizadas.

<sup>36</sup>. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 121 y 122. <sup>37</sup>. Así, entre el 1 de enero de 2011 y el 31 de diciembre de 2011, el plazo será de 50 días; entre el 1 de enero de 2012 y el 31 de diciembre de 2012, será de 40 días. A partir del 1 de enero de 2013, será de 30 días. <sup>38</sup>. Así, desde el 7 de julio de 2010 y el 31 de diciembre de 2011, será de 85 días; entre el 1 de enero de 2012 y el 31 de diciembre de 2012, será de 75 días. A partir del 1 de enero de 2013, será de 60 días. <sup>39</sup>. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1995», *Boletín Económico*, abril de 1995, Banco de España, pp. 77 y 78. <sup>40</sup>. Véase nota 22.

El texto refundido contiene la integridad de las normas que refunde, aunque se ha unificado y actualizado la terminología existente, y se eliminan las dudas de interpretación que suscitaban las disposiciones legales refundidas.

Además, se ha procedido a una muy importante generalización o extensión normativa de soluciones, establecidas originariamente para una sola de las sociedades de capital. Esta armonización es particularmente necesaria en lo referente a la determinación de la competencia de la junta general y, sobre todo, en lo relativo a la disolución y liquidación de las sociedades de capital.

La regulación de las sociedades cotizadas queda sistematizada, por un lado, en este texto refundido que recoge los aspectos económicos eminentemente societarios y, por otro, en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que recoge la regulación de la vertiente financiera de este tipo de sociedades, presidida fundamentalmente por el principio de transparencia para asegurar el buen funcionamiento de los mercados y la protección al inversor.

El Real Decreto-Ley entró en vigor el 1 de septiembre, excepto el artículo 515, referente a la *nulidad de las cláusulas limitativas del derecho de voto*<sup>41</sup>, que será de aplicación a partir del 1 de julio de 2011.

5.10.2010.

---

41. La norma establece que en las sociedades anónimas cotizadas serán nulas de pleno derecho las cláusulas estatutarias que, directa o indirectamente, fijen con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo.

## INDICADORES ECONÓMICOS

## ÍNDICE

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

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

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

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

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES  
DE COMPETITIVIDAD

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

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



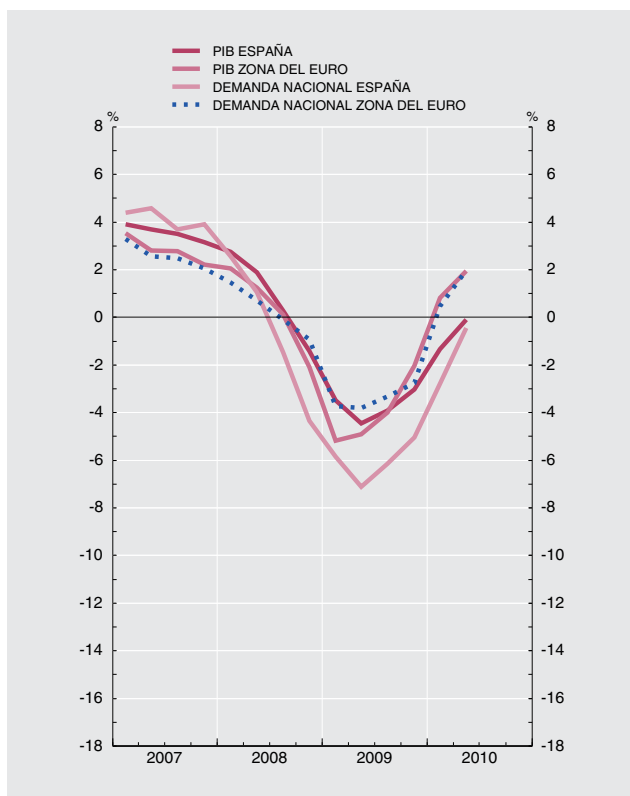
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

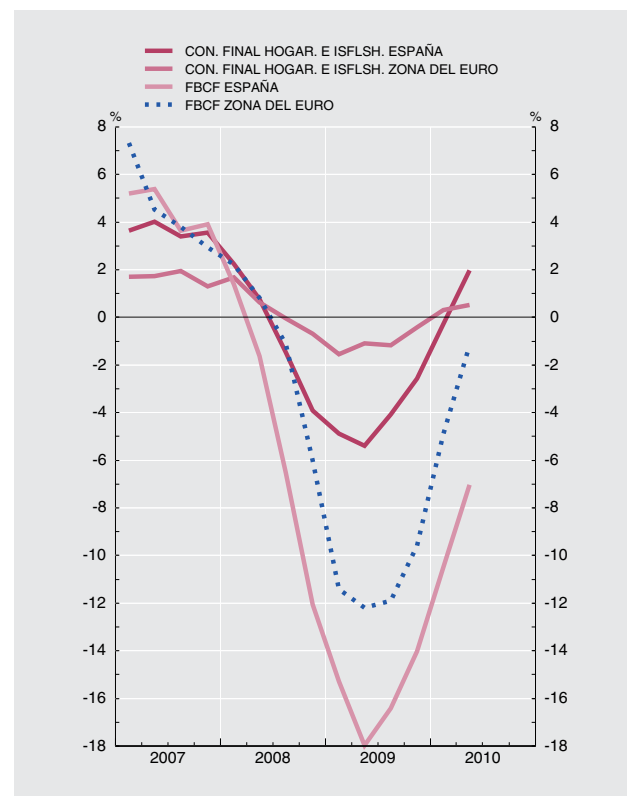
Tasas de variación interanual

	PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
	España	Zona del euro	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>07</b>	3,6	2,8	3,7	1,7	5,5	2,2	4,5	4,6	4,1	2,6	6,7	6,3	8,0	5,8	1 054	9 022
<b>08</b>	0,9	0,3	-0,6	0,4	5,8	2,3	-4,8	-1,0	-0,5	0,3	-1,1	0,8	-5,3	0,7	1 088	9 239
<b>09</b>	-3,7	-4,0	-4,2	-1,1	3,2	2,4	-16,0	-11,3	-6,0	-3,4	-11,6	-12,9	-17,8	-11,7	1 054	8 952
<b>07 III</b>	3,5	2,8	3,4	1,9	5,6	2,2	3,6	3,8	3,7	2,5	9,2	7,1	8,7	6,5	265	2 268
<b>IV</b>	3,2	2,2	3,6	1,3	5,4	2,3	3,9	2,9	3,9	2,1	3,3	4,4	5,6	4,0	269	2 287
<b>08 I</b>	2,8	2,1	2,2	1,7	5,2	1,8	1,4	2,2	2,6	1,5	4,2	5,6	3,4	4,2	272	2 316
<b>II</b>	1,9	1,2	0,8	0,6	5,7	2,5	-1,6	0,8	1,1	0,7	2,6	3,7	-0,2	2,5	273	2 320
<b>III</b>	0,3	0,1	-1,5	-0,0	6,0	2,5	-6,5	-1,1	-1,5	-0,1	-3,4	0,9	-8,2	0,4	273	2 316
<b>IV</b>	-1,4	-2,1	-3,9	-0,7	6,4	2,5	-12,1	-6,0	-4,3	-0,9	-7,8	-7,1	-15,6	-4,4	270	2 287
<b>09 I</b>	-3,5	-5,2	-4,9	-1,6	5,9	2,9	-15,3	-11,4	-5,8	-3,7	-16,5	-16,1	-21,5	-13,0	266	2 233
<b>II</b>	-4,4	-4,9	-5,4	-1,1	4,4	2,5	-18,0	-12,2	-7,1	-3,8	-15,8	-16,6	-22,2	-14,4	263	2 229
<b>III</b>	-3,9	-4,0	-4,1	-1,2	2,7	2,5	-16,4	-11,9	-6,1	-3,3	-11,0	-13,7	-17,2	-12,3	262	2 242
<b>IV</b>	-3,0	-2,0	-2,6	-0,4	0,2	1,7	-14,0	-9,6	-5,0	-2,8	-2,1	-5,2	-9,2	-7,0	263	2 248
<b>10 I</b>	-1,3	0,8	-0,3	0,3	-0,2	1,2	-10,5	-4,9	-2,8	0,5	8,8	5,6	2,0	4,8	263	2 260
<b>II</b>	-0,1	1,9	2,0	0,5	0,4	1,1	-7,0	-1,2	-0,4	2,0	10,5	11,6	8,1	12,1	264	2 290

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



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



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

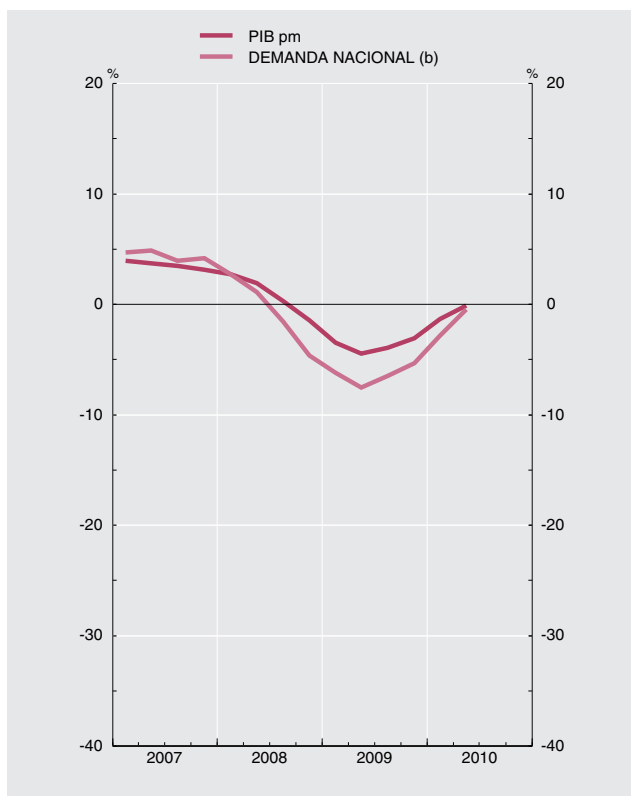
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

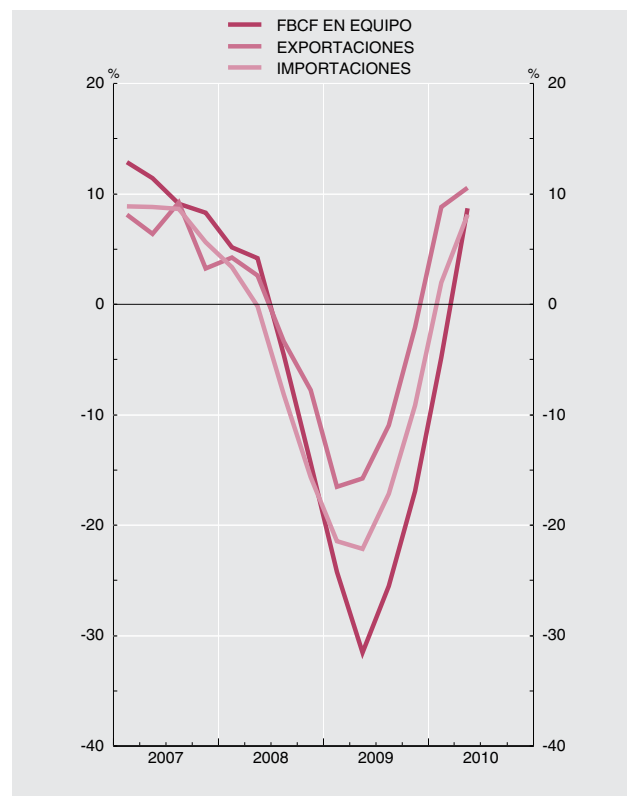
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>07</b>	P	4,5	10,4	3,2	0,8	-0,1	6,7	7,5	-0,7	10,6	8,0	7,7	7,2	9,4	4,4	3,6
<b>08</b>	P	-4,8	-2,5	-5,9	-4,1	0,1	-1,1	-1,9	-4,3	4,6	-5,3	-6,0	-6,0	-1,6	-0,6	0,9
<b>09</b>	P	-16,0	-24,8	-11,9	-16,2	-0,0	-11,6	-12,5	-9,6	-10,0	-17,8	-19,2	-13,4	-12,5	-6,4	-3,7
<b>07</b>	III	P	3,6	9,1	2,6	-0,4	9,2	8,7	-1,2	21,6	8,7	7,8	6,4	13,4	3,9	3,5
	IV	P	3,9	8,3	2,5	2,7	3,3	3,9	0,4	3,2	5,6	6,0	2,7	4,1	4,2	3,2
<b>08</b>	I	P	1,4	5,2	-0,6	2,7	4,2	3,9	0,8	8,7	3,4	3,7	3,6	2,0	2,7	2,8
	II	P	-1,6	4,2	-4,3	-1,1	0,2	2,6	2,2	-3,1	9,5	-0,2	0,2	-2,6	-1,6	1,1
	III	P	-6,5	-4,5	-7,5	-6,0	0,2	-3,4	-2,8	-4,7	-4,2	-8,2	-9,3	-11,6	-2,2	-1,6
	IV	P	-12,1	-14,4	-11,1	-11,7	0,1	-7,8	-10,6	-10,1	5,4	-15,6	-18,0	-13,1	-4,6	-1,4
<b>09</b>	I	P	-15,3	-24,2	-12,2	-12,1	0,0	-16,5	-20,0	-13,9	-5,3	-21,5	-23,7	-19,5	-11,1	-6,2
	II	P	-18,0	-31,5	-12,0	-16,9	-0,0	-15,8	-18,4	-9,4	-10,9	-22,2	-24,4	-18,3	-12,0	-7,5
	III	P	-16,4	-25,5	-11,7	-18,7	-0,0	-11,0	-11,5	-9,3	-10,2	-17,2	-18,4	-8,7	-13,5	-6,5
	IV	P	-14,0	-16,9	-11,9	-17,2	-0,1	-2,1	2,1	-5,4	-13,3	-9,2	-8,3	-5,6	-13,4	-3,0
<b>10</b>	I	P	-10,5	-4,8	-11,4	-15,4	0,0	8,8	14,4	-0,8	-1,4	2,0	3,7	-0,5	-4,2	-2,8
	II	P	-7,0	8,7	-11,4	-12,4	0,1	10,5	16,0	-1,3	2,1	8,1	9,5	3,0	3,7	-0,5

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



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

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

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

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

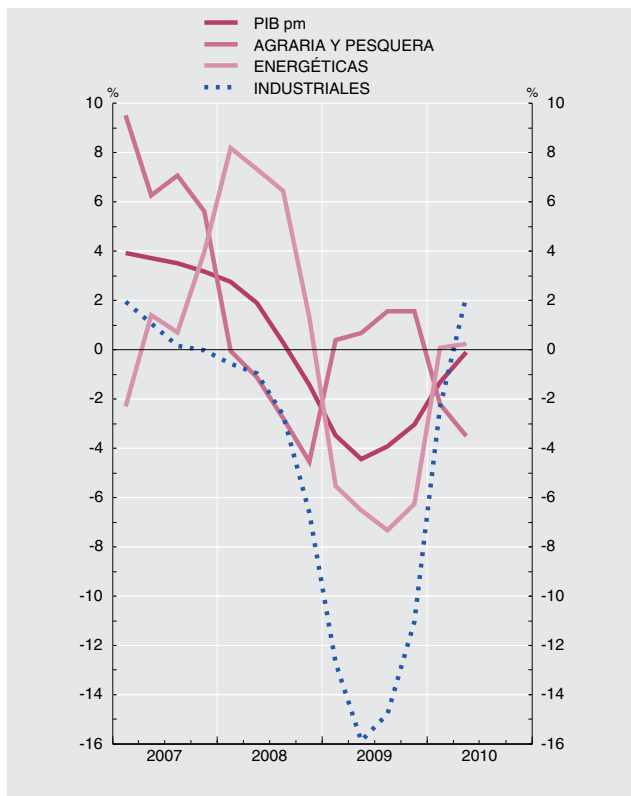
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

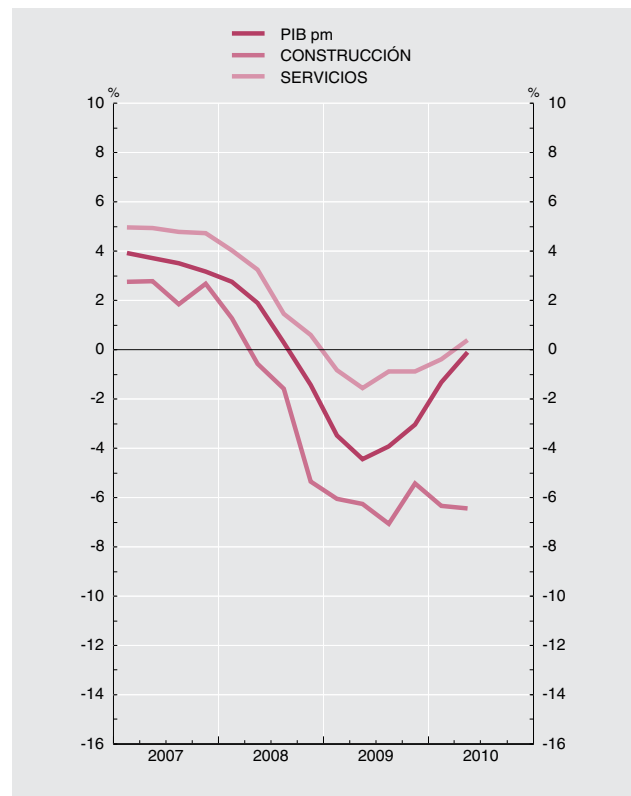
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							6	7	8			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
07	P	3,6	7,1	0,9	0,8	2,5	4,8	4,9	4,8	2,8	3,3	-2,0
08	P	0,9	-2,1	5,8	-2,7	-1,6	2,3	1,7	4,7	-1,3	-1,0	-0,7
09	P	-3,7	1,0	-6,4	-13,6	-6,2	-1,0	-1,9	2,1	-5,0	-9,9	-7,4
07	III	3,5	7,1	0,7	0,2	1,8	4,8	4,7	4,9	2,8	4,3	1,1
	IV	3,2	5,6	4,0	-0,0	2,7	4,7	4,6	5,1	1,9	3,8	-7,1
08	I	2,8	-0,1	8,2	-0,6	1,3	4,0	3,6	5,4	0,6	4,4	0,3
	II	1,9	-1,1	7,3	-1,0	-0,6	3,3	2,6	5,6	-0,2	1,6	-0,6
	III	0,3	-2,8	6,4	-2,6	-1,6	1,5	0,7	4,3	-2,0	-3,1	-1,2
	IV	-1,4	-4,6	1,3	-6,6	-5,4	0,6	-0,2	3,6	-3,6	-6,7	-1,3
09	I	-3,5	0,4	-5,5	-12,7	-6,1	-0,8	-1,8	2,5	-4,8	-10,6	-7,2
	II	-4,4	0,7	-6,5	-15,9	-6,3	-1,6	-2,6	2,2	-6,0	-12,3	-8,1
	III	-3,9	1,6	-7,3	-14,8	-7,1	-0,9	-1,7	2,0	-5,2	-10,7	-8,4
	IV	-3,0	1,6	-6,3	-11,0	-5,4	-0,9	-1,6	1,6	-4,0	-5,7	-6,1
10	I	-1,3	-2,2	0,1	-2,3	-6,3	-0,4	-0,7	0,6	-2,5	1,6	0,6
	II	-0,1	-3,5	0,2	2,2	-6,4	0,4	0,3	0,7	-0,0	9,4	3,9

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

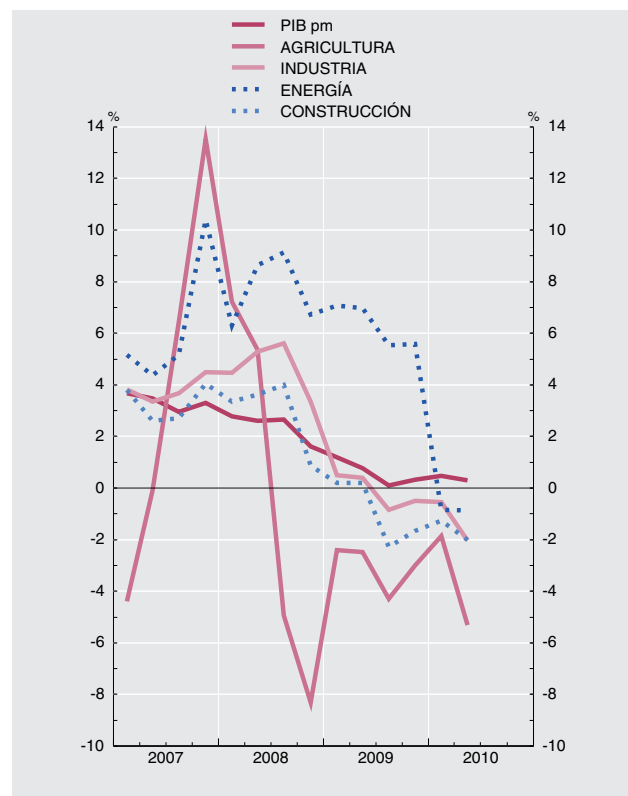
Tasas de variación interanual

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

#### PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



#### PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

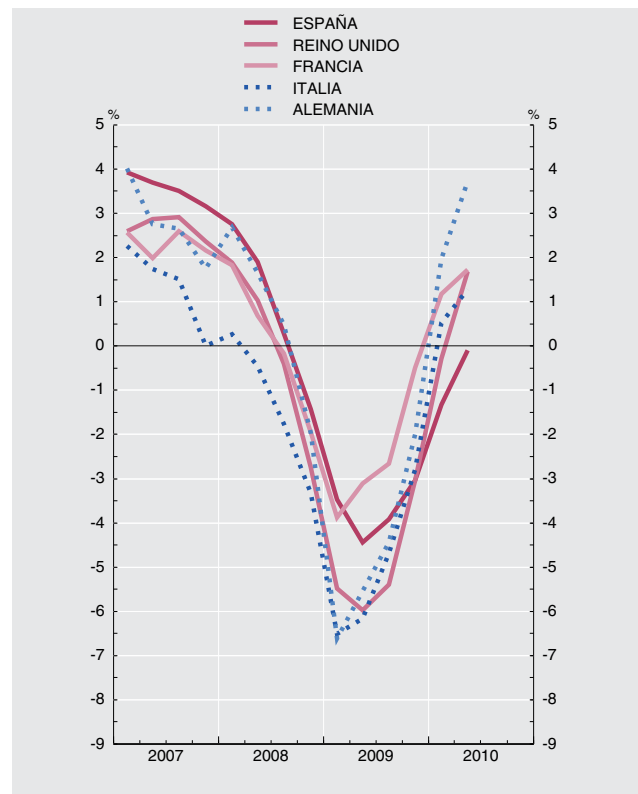
Tasas de variación interanual

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

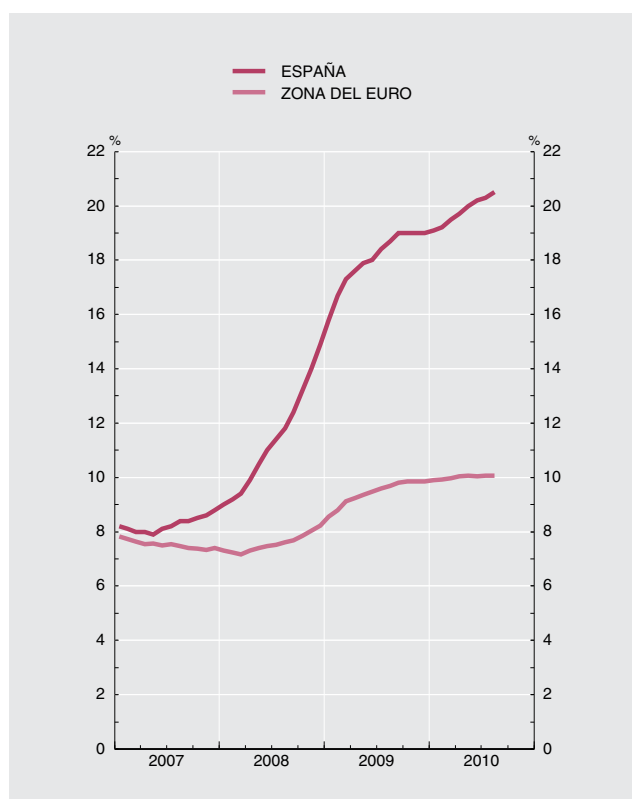
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

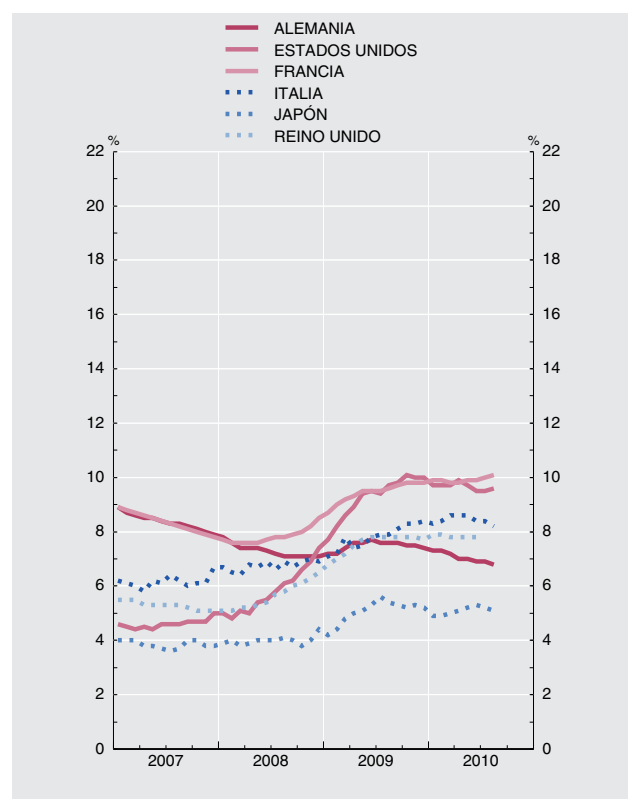
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>07</b>	5,8	7,2	7,5	8,4	8,3	4,6	8,3	6,2	3,8	5,3
<b>08</b>	6,1	7,0	7,6	7,3	11,4	5,8	7,8	6,8	4,0	5,6
<b>09</b>	8,3	8,9	9,4	7,5	18,0	9,3	9,5	7,8	5,1	7,6
<b>09 Mar</b>	7,9	8,5	9,1	7,4	17,3	8,6	9,2	7,8	4,8	7,2
<b>Abr</b>	8,1	8,7	9,2	7,6	17,6	8,9	9,3	7,4	5,0	7,5
<b>May</b>	8,4	8,9	9,4	7,6	17,9	9,4	9,5	7,5	5,1	7,7
<b>Jun</b>	8,5	9,0	9,5	7,7	18,0	9,5	9,5	7,8	5,3	7,8
<b>Jul</b>	8,5	9,1	9,6	7,6	18,4	9,4	9,5	7,9	5,6	7,8
<b>Ago</b>	8,6	9,2	9,7	7,6	18,7	9,7	9,6	7,9	5,4	7,8
<b>Sep</b>	8,7	9,3	9,8	7,6	19,0	9,8	9,7	8,1	5,3	7,8
<b>Oct</b>	8,8	9,4	9,8	7,5	19,0	10,1	9,8	8,3	5,2	7,8
<b>Nov</b>	8,7	9,4	9,9	7,5	19,0	10,0	9,8	8,3	5,3	7,8
<b>Dic</b>	8,7	9,4	9,9	7,4	19,0	10,0	9,8	8,4	5,2	7,7
<b>10 Ene</b>	8,7	9,5	9,9	7,3	19,1	9,7	9,9	8,3	4,9	7,9
<b>Feb</b>	8,6	9,6	9,9	7,3	19,2	9,7	9,9	8,4	4,9	7,9
<b>Mar</b>	8,6	9,6	10,0	7,2	19,5	9,7	9,8	8,6	5,0	7,8
<b>Abr</b>	8,7	9,6	10,0	7,0	19,7	9,9	9,8	8,6	5,1	7,8
<b>May</b>	8,6	9,6	10,1	7,0	20,0	9,7	9,9	8,6	5,2	7,8
<b>Jun</b>	8,6	9,6	10,1	6,9	20,2	9,5	9,9	8,4	5,3	7,8
<b>Jul</b>	8,6	9,6	10,1	6,9	20,3	9,5	10,0	8,4	5,2	...
<b>Ago</b>	8,5	9,6	10,1	6,8	20,5	9,6	10,1	8,2	5,1	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

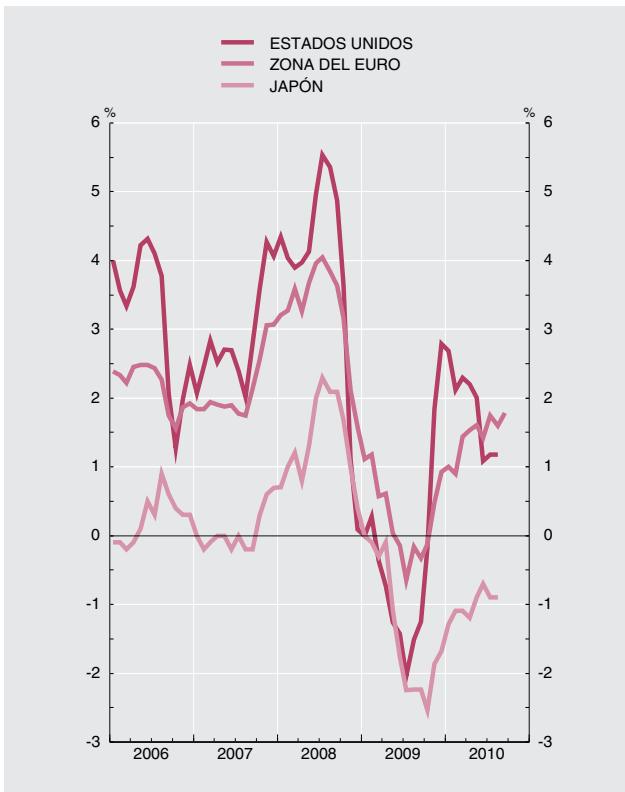
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

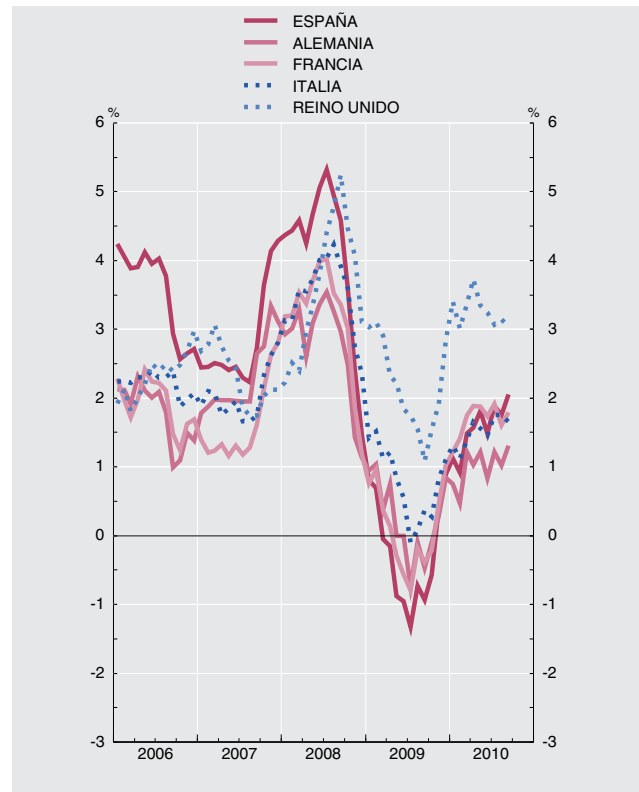
Tasas de variación interanual

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

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>07</b>	1,3710	161,26	117,74	106,4	82,2	88,0	106,8	90,1	70,2	103,7	92,5	68,4
<b>08</b>	1,4707	152,31	103,36	110,6	78,2	98,4	110,1	86,6	77,0	105,6	90,4	74,9
<b>09</b>	1,3940	130,30	93,57	111,7	81,2	112,4	110,6	89,5	86,6	104,1	93,0	85,4
<b>09 E-S</b>	1,3656	129,50	94,85	111,0	82,8	112,3	110,1	91,2	86,8	103,6	94,4	85,7
<b>10 E-S</b>	1,3157	117,85	89,54	104,8	79,9	119,0	103,2	88,8	88,9	97,2	94,2	86,7
<b>09 Jul</b>	1,4088	133,09	94,47	111,6	80,2	110,3	110,5	88,9	84,6	104,0	92,1	83,8
<b>Ago</b>	1,4268	135,31	94,84	111,7	78,9	108,8	110,6	87,4	83,5	104,1	91,5	82,1
<b>Sep</b>	1,4562	133,14	91,44	112,9	77,6	111,8	111,6	86,0	85,8	105,1	89,7	84,7
<b>Oct</b>	1,4816	133,91	90,38	114,3	76,3	112,0	112,8	84,6	85,5	106,4	88,5	84,2
<b>Nov</b>	1,4914	132,97	89,16	114,0	75,8	113,1	112,5	84,1	86,1	105,7	88,6	84,8
<b>Dic</b>	1,4614	131,21	89,81	113,0	76,6	113,4	111,2	84,8	86,1	104,4	89,5	84,9
<b>10 Ene</b>	1,4272	130,34	91,32	110,8	77,4	112,5	108,9	86,2	85,3	102,4	91,2	83,5
<b>Feb</b>	1,3686	123,46	90,21	108,0	79,1	116,2	106,1	87,8	87,7	100,0	92,5	86,3
<b>Mar</b>	1,3569	123,03	90,68	107,4	78,9	115,9	105,7	87,6	87,4	99,4	93,0	85,5
<b>Abr</b>	1,3406	125,33	93,49	106,1	79,3	112,6	104,5	87,8	84,7	98,5	93,3	82,7
<b>May</b>	1,2565	115,83	92,15	102,8	82,4	118,1	101,4	91,3	88,8	95,4	97,2	86,4
<b>Jun</b>	1,2209	110,99	90,92	100,7	83,1	121,0	99,4	92,0	91,0	93,6	97,7	88,5
<b>Jul</b>	1,2770	111,73	87,50	102,5	80,7	123,0	101,1	89,4	92,2	95,2	94,9	89,7
<b>Ago</b>	1,2894	110,04	85,33	102,1	79,7	125,3	100,6	88,3	94,0	94,9	93,7	91,1
<b>Sep</b>	1,3067	110,26	84,38	102,5	78,8	125,8	101,0	...	...	95,3	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006), de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

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

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



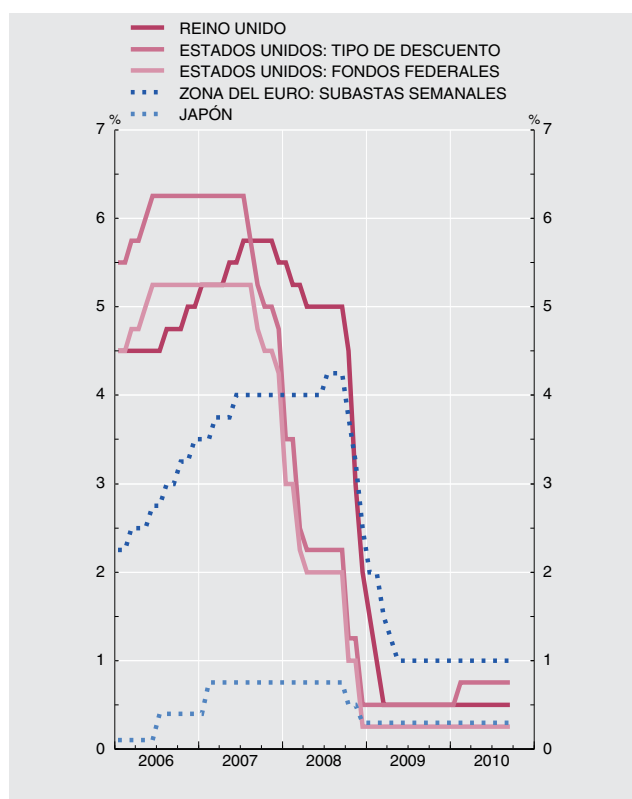
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

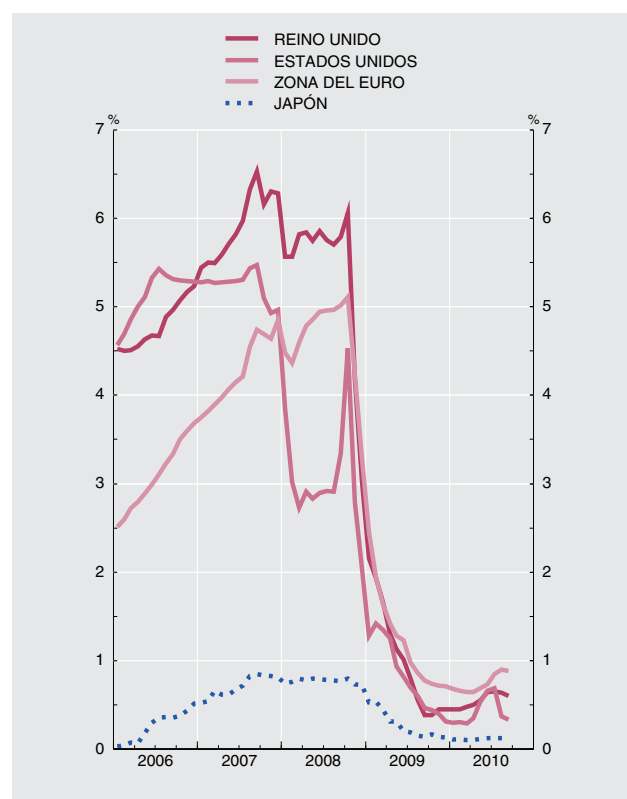
Porcentajes

	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>07</b>	4,00	4,75	5,00	0,75	5,50	4,23	4,51	4,28	-	-	5,24	-	-	0,71	5,93
<b>08</b>	2,50	0,50	1,87	0,30	2,00	3,45	4,75	4,63	-	-	3,07	-	-	0,77	5,41
<b>09</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,93	1,19	1,22	-	-	0,83	-	-	0,27	1,01
<b>09 Abr</b>	1,25	0,50	0,25	0,30	0,50	1,19	1,40	1,42	-	-	1,25	-	-	0,31	1,30
<i>May</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,99	1,26	1,28	-	-	0,94	-	-	0,31	1,13
<i>Jun</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,90	1,19	1,23	-	-	0,82	-	-	0,21	1,01
<i>Jul</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,75	0,94	0,98	-	-	0,70	-	-	0,18	0,80
<i>Ago</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,66	0,81	0,86	-	-	0,60	-	-	0,15	0,55
<i>Sep</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,71	0,77	-	-	0,46	-	-	0,14	0,39
<i>Oct</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,68	0,74	-	-	0,44	-	-	0,16	0,38
<i>Nov</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,53	0,67	0,72	-	-	0,40	-	-	0,14	0,45
<i>Dic</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,50	0,67	0,71	-	-	0,31	-	-	0,13	0,45
<b>10 Ene</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,48	0,64	0,68	-	-	0,30	-	-	0,11	0,45
<i>Feb</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,62	0,66	-	-	0,30	-	-	0,11	0,45
<i>Mar</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,61	0,65	-	-	0,29	-	-	0,10	0,48
<i>Abr</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,62	0,65	-	-	0,35	-	-	0,10	0,50
<i>May</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,66	0,69	-	-	0,54	-	-	0,11	0,55
<i>Jun</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,70	0,74	0,73	-	-	0,66	-	-	0,12	0,64
<i>Jul</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,75	0,83	0,85	-	-	0,69	-	-	0,12	0,65
<i>Ago</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,86	0,90	-	-	0,37	-	-	0,12	0,64
<i>Sep</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,63	0,84	0,88	-	-	0,33	-	-	0,13	0,60

### TIPOS DE INTERVENCIÓN



### TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

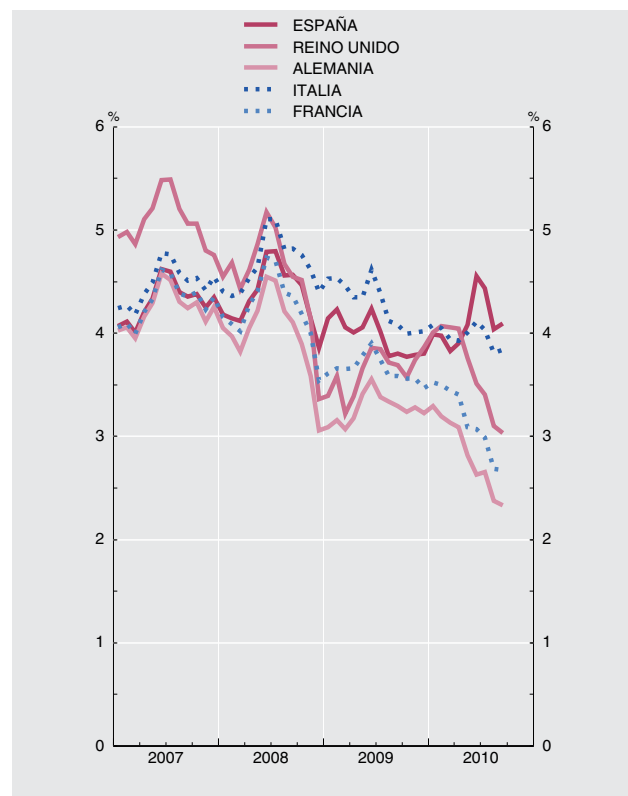
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>07</b>	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08
<b>08</b>	3,63	4,33	4,36	4,00	4,36	3,69	4,24	4,66	1,49	4,55
<b>09</b>	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63
<b>09</b>										
<i>Abr</i>	3,03	3,72	4,09	3,18	4,01	2,90	3,66	4,35	1,44	3,38
<i>May</i>	3,26	3,85	4,14	3,41	4,05	3,30	3,79	4,35	1,45	3,66
<i>Jun</i>	3,52	4,02	4,32	3,56	4,24	3,74	3,90	4,62	1,47	3,86
<i>Jul</i>	3,36	3,85	4,09	3,38	4,01	3,58	3,74	4,38	1,35	3,85
<i>Ago</i>	3,32	3,69	3,89	3,34	3,78	3,61	3,59	4,12	1,38	3,72
<i>Sep</i>	3,23	3,67	3,86	3,30	3,80	3,44	3,59	4,08	1,32	3,69
<i>Oct</i>	3,20	3,61	3,80	3,24	3,77	3,40	3,56	3,99	1,33	3,57
<i>Nov</i>	3,23	3,65	3,83	3,28	3,79	3,42	3,56	4,01	1,36	3,74
<i>Dic</i>	3,28	3,65	3,88	3,23	3,80	3,59	3,47	4,02	1,27	3,86
<b>10</b>										
<i>Ene</i>	3,40	3,75	4,10	3,30	3,99	3,75	3,53	4,08	1,34	4,01
<i>Feb</i>	3,36	3,73	4,11	3,19	3,98	3,71	3,50	4,05	1,34	4,07
<i>Mar</i>	3,36	3,65	3,99	3,14	3,83	3,76	3,45	3,94	1,35	4,05
<i>Abr</i>	3,42	3,67	4,16	3,09	3,90	3,87	3,41	3,93	1,35	4,05
<i>May</i>	3,16	3,49	3,68	2,82	4,08	3,46	3,09	4,01	1,28	3,76
<i>Jun</i>	3,05	3,49	3,70	2,63	4,56	3,24	3,07	4,11	1,21	3,51
<i>Jul</i>	2,92	3,45	3,62	2,65	4,43	3,01	2,99	4,03	1,10	3,41
<i>Ago</i>	2,67	3,18	3,44	2,38	4,04	2,71	2,69	3,81	0,98	3,10
<i>Sep</i>	2,67	3,21	3,50	2,33	4,09	2,65	2,67	3,84	1,07	3,03

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

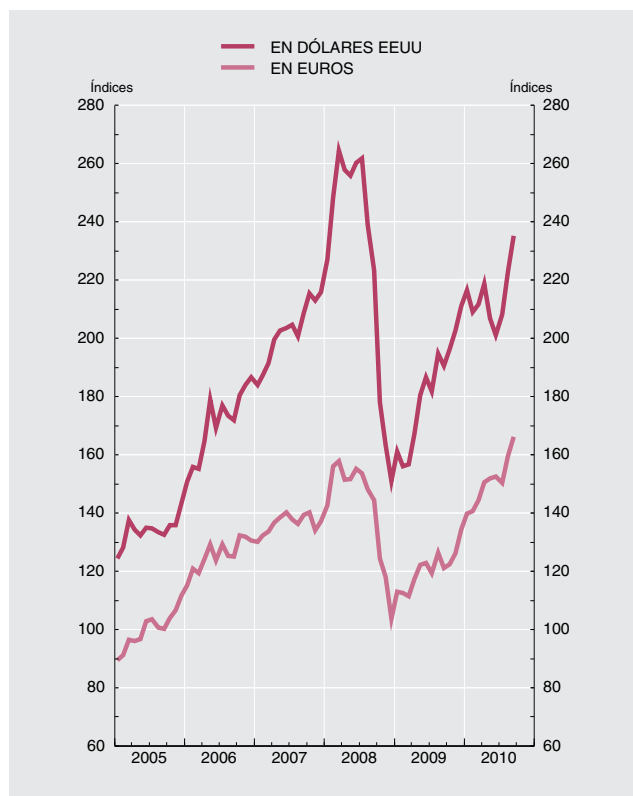
## 2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
	1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	7	8	9	10	11
<b>05</b>	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
<b>06</b>	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
<b>07</b>	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
<b>08</b>	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
<b>09</b>	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
<b>09 E-S</b>	118,5	175,2	195,4	149,1	126,1	161,6	203,0	57,3	333,3	929,8	21,91
<b>10 E-S</b>	150,7	214,4	206,3	225,0	204,4	236,3	272,8	77,5	422,0	1 177,3	28,88
<b>09 Ago</b>	126,4	194,7	202,0	185,1	144,0	207,6	253,7	73,0	340,3	949,4	21,41
<b>Sep</b>	121,2	190,7	195,0	185,0	145,8	206,5	242,2	67,7	357,2	996,6	22,01
<b>Oct</b>	122,4	196,3	199,6	192,1	153,5	213,2	262,4	73,2	373,9	1 043,2	22,62
<b>Nov</b>	126,1	202,6	206,2	198,1	165,5	215,8	274,7	76,9	404,0	1 127,0	24,28
<b>Dic</b>	134,4	210,9	211,6	212,6	177,2	231,9	265,2	74,4	406,8	1 134,7	24,90
<b>10 Ene</b>	139,8	216,4	211,3	223,0	185,8	243,3	273,1	76,4	400,6	1 117,7	25,19
<b>Feb</b>	140,6	208,9	204,6	214,5	190,8	227,4	264,6	74,1	392,7	1 095,4	25,75
<b>Mar</b>	144,3	211,7	197,2	230,6	202,0	246,1	280,9	78,8	399,1	1 113,3	26,37
<b>Abr</b>	150,6	218,7	197,0	246,7	219,3	261,7	298,1	84,5	411,8	1 148,7	27,52
<b>May</b>	151,9	206,7	195,0	222,0	210,7	228,1	267,6	75,8	432,1	1 205,4	30,96
<b>Jun</b>	152,4	201,1	193,9	210,5	206,2	212,9	264,7	75,0	442,0	1 232,9	32,45
<b>Jul</b>	150,4	208,1	205,4	211,4	198,1	218,7	263,8	76,4	427,6	1 193,0	30,01
<b>Ago</b>	159,6	222,9	220,2	226,4	203,5	238,9	268,9	77,9	435,8	1 215,8	30,31
<b>Sep</b>	166,1	235,2	231,7	239,6	223,0	248,8	...	78,4	455,0	1 269,3	31,25

### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

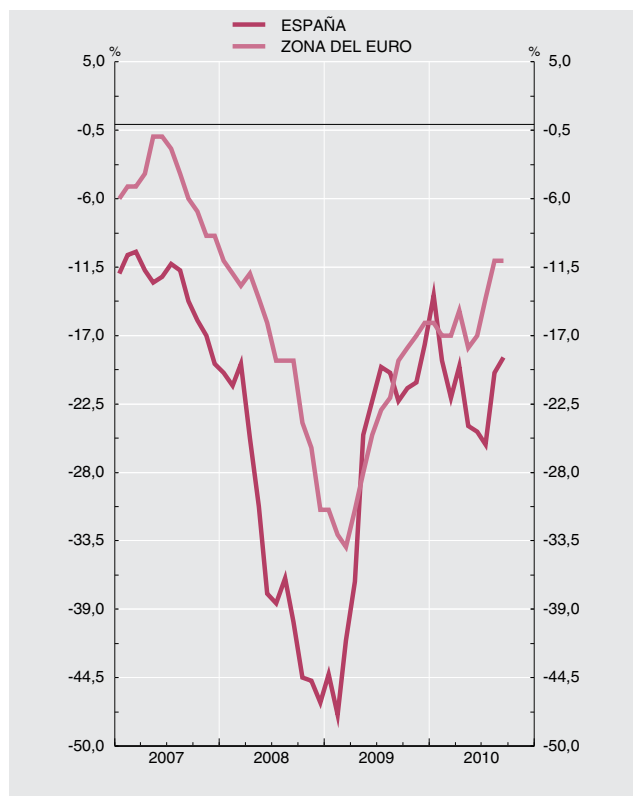
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

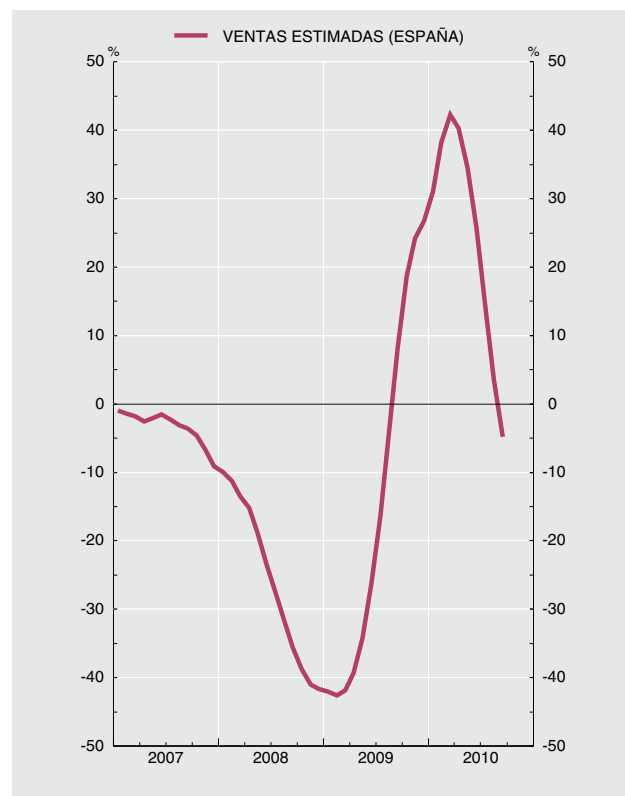
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista (a)	Pro memoria: zona del euro		De las que		Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro Matriculaciones	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista (a)	Matriculaciones	Uso privado				Total	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unificadas	Pro memoria: zona del euro (b)	
				1					2	3	4								5
<b>07</b>		-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,4	2,8	2,4	1,3	1,8	6,2	3,2	0,5	1,9
<b>08</b>		-34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,4	-30,0	-28,1	-6,7	-5,7	-5,7	-2,3	-5,2	1,1	-8,6	-8,0	-0,8
<b>09</b>	P	-28	-26	-13	-24	-25	-15	-18,1	-10,7	-17,9	5,3	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2	-1,9
<b>09 E-S</b>	P	-31	-30	-16	-25	-27	-17	-28,8	-21,8	-28,6	-0,2	-6,4	-6,8	-4,2	-6,9	-2,5	-8,5	-8,3	-2,3
<b>10 E-S</b>	P	-21	-18	-10	-15	-15	-4	16,3	9,7	16,2	-6,4	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>09 Oct</b>	P	-21	-15	-7	-21	-18	-15	26,4	28,6	26,7	10,9	-4,3	-3,9	-1,6	-3,6	-0,1	-5,0	-5,1	-0,6
<b>Nov</b>	P	-21	-14	-7	-22	-17	-11	37,5	37,3	37,3	34,3	-4,8	-3,5	-2,3	-7,4	-	-2,3	-3,8	-1,6
<b>Dic</b>	P	-18	-12	-4	-24	-16	-10	26,6	30,4	25,1	19,8	-1,2	-0,1	0,2	0,9	3,4	-1,5	-3,0	0,2
<b>10 Ene</b>	P	-14	-8	-4	-20	-16	-5	17,4	16,6	18,1	8,3	-4,5	-3,2	-3,1	-2,3	-0,8	-5,6	-4,7	-0,3
<b>Feb</b>	P	-19	-11	-5	-11	-17	-8	47,0	33,0	47,0	2,9	-0,9	0,2	0,9	1,6	4,2	-5,2	-1,4	0,6
<b>Mar</b>	P	-22	-17	-9	-12	-17	-6	64,2	53,4	63,1	10,3	3,6	5,3	4,9	7,3	9,6	1,5	2,1	2,3
<b>Abr</b>	P	-20	-13	-9	-9	-15	-1	40,7	38,3	39,3	-10,0	-2,4	-1,2	-2,5	-2,7	-0,3	-3,8	-1,3	-0,2
<b>May</b>	P	-24	-27	-12	-15	-18	-6	44,5	39,9	44,6	-13,1	-1,6	-0,6	-0,7	-3,3	0,6	-2,2	-1,4	1,2
<b>Jun</b>	P	-25	-25	-14	-14	-17	-6	24,7	22,1	25,6	-8,8	1,0	1,5	-1,1	0,2	0,8	2,6	1,9	1,7
<b>Jul</b>	P	-26	-27	-16	-21	-14	-4	-23,9	-31,0	-24,1	-24,3	-2,2	-2,0	1,5	-2,2	3,9	-4,4	-4,2	1,6
<b>Ago</b>	P	-20	-18	-12	-21	-11	-3	-22,9	-25,5	-23,8	-10,5	-1,2	-1,1	-0,8	-5,3	1,1	-0,8	2,1	1,1
<b>Sep</b>	P	-19	-15	-8	-13	-11	-1	-27,1	-27,3	-27,3	-12,0	...	...	...	...	...	...	...	...

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



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



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

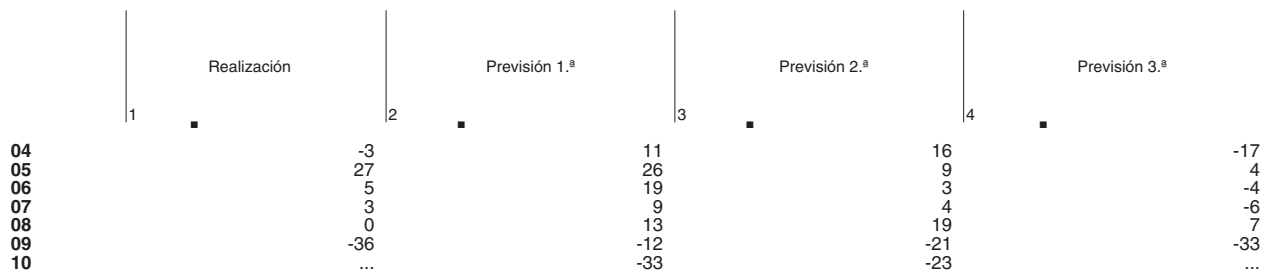
a. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

b. Índice corregido de efecto calendario.

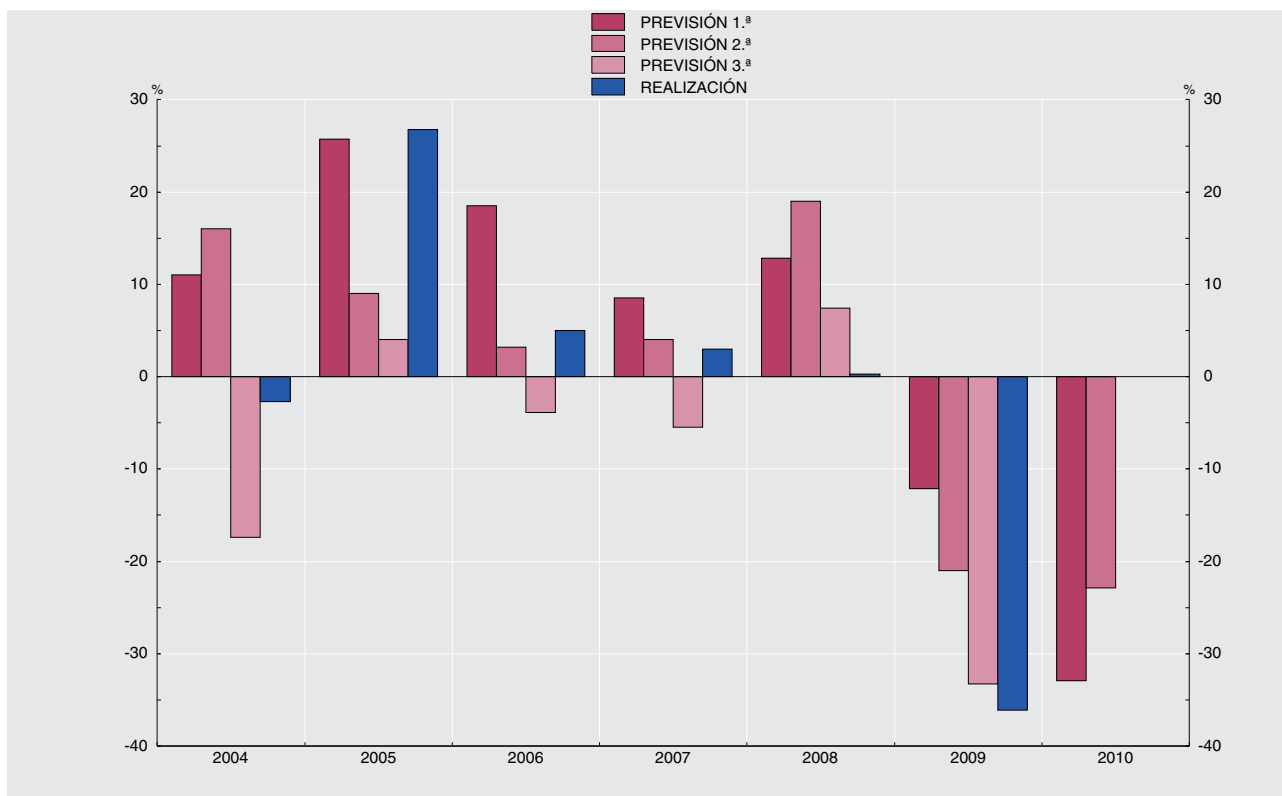
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes



#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

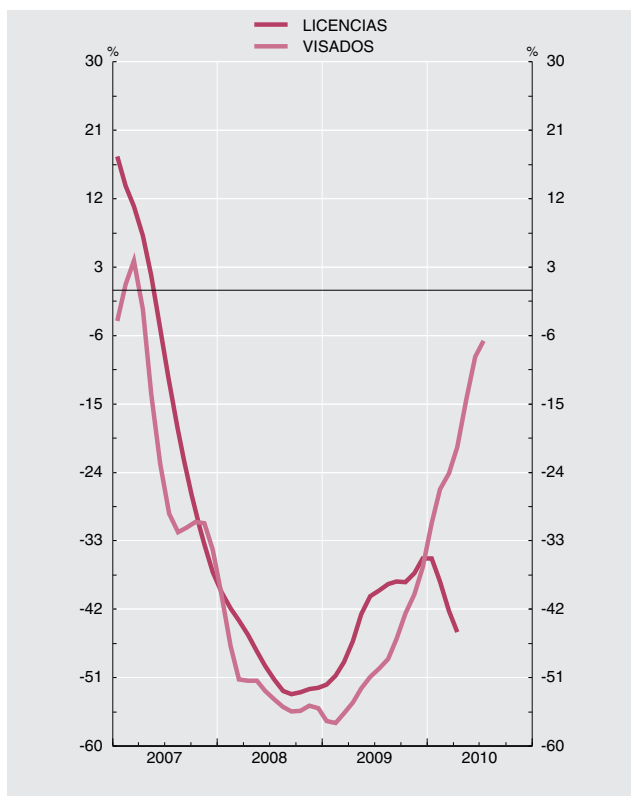
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

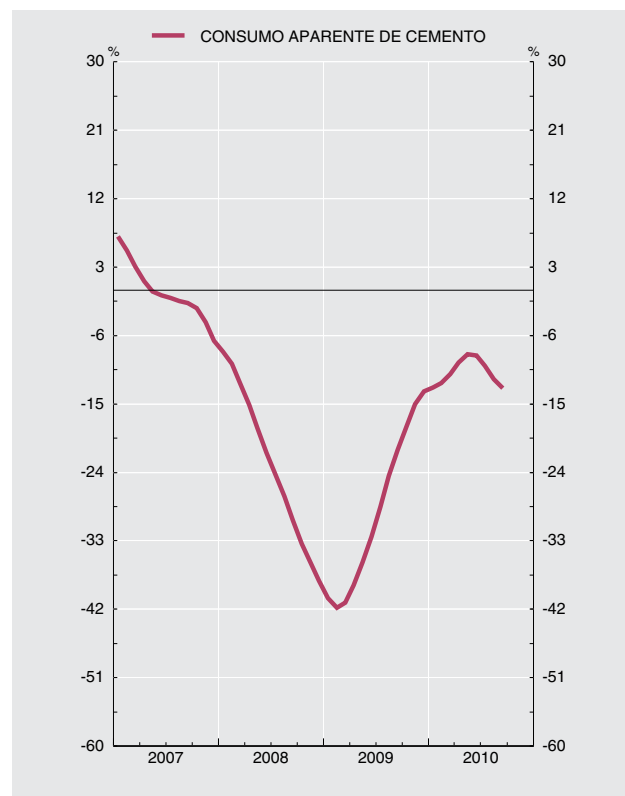
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación			Ingeniería civil		
		Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual				No residencial
										Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>07</b>	-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-15,0	-15,0	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,9	0,2
<b>08</b>	P -48,5	P -53,1	P -53,8	P -29,8	P -52,1	P -56,6	3,0	3,0	-7,5	8,5	13,4	-11,5	7,3	-23,8
<b>09</b>	P -43,4	P -49,3	P -49,2	P -27,2	P -51,4	P -56,8	-8,2	-8,2	1,1	3,7	-19,9	0,3	-11,5	-32,1
<b>09 E-S</b>	P -44,0	P -51,1	P -51,0	P -24,1	P -54,0	P -59,4	-5,1	-5,1	7,2	10,5	-7,2	6,2	-9,7	-35,8
<b>10 E-S</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	...	...	...	...	...	...	...	-14,6
<b>09 Jun</b>	P -22,2	P -42,9	P -44,1	38,1	P -52,3	P -57,5	94,3	-6,5	87,3	-14,1	49,0	138,4	98,4	-19,3
<b>Jul</b>	P -47,8	P -49,1	P -51,0	-44,6	P -46,2	P -51,2	-0,5	-5,7	41,5	360,0	256,7	-0,5	-12,0	-29,6
<b>Ago</b>	P -36,5	P -46,9	P -46,6	-15,5	P -52,7	P -54,6	8,1	-4,4	-13,8	-33,6	-51,3	-4,3	22,6	-20,0
<b>Sep</b>	P -29,6	P -40,5	P -43,1	-5,4	P -47,0	P -52,5	-12,8	-5,1	-7,5	-44,8	-68,0	4,2	-14,5	-21,6
<b>Oct</b>	P -53,0	P -55,0	P -54,4	-48,0	P -42,4	P -45,6	-35,1	-7,6	-8,6	-13,3	-24,7	-7,7	-41,8	-21,1
<b>Nov</b>	P -30,8	P -34,4	P -31,8	-22,2	P -37,1	P -39,7	-32,3	-9,9	-35,3	-35,3	-96,7	-35,3	-30,9	-9,3
<b>Dic</b>	P -36,3	P -35,0	P -37,2	-39,1	P -42,4	P -50,7	5,2	-8,2	-5,6	45,0	55,0	-19,7	7,4	-20,0
<b>10 Ene</b>	P -10,0	P -9,7	P -13,0	-10,6	P -29,5	P -40,6	-55,0	-55,0	-46,4	-63,0	-48,2	-39,3	-59,3	-15,6
<b>Feb</b>	P -42,5	P -34,0	P -34,1	-56,5	P -20,9	P -24,0	-54,7	-54,8	-38,5	-54,9	-50,8	-36,1	-61,5	-24,0
<b>Mar</b>	P -42,4	P -39,3	P -39,2	-48,3	P -24,5	P -11,6	-42,7	-50,5	-11,3	93,8	80,6	-28,6	-56,6	-21,9
<b>Abr</b>	P -48,7	P -53,1	P -53,4	-37,8	P -23,7	P -23,7	-8,9	-43,3	7,9	-67,3	-64,8	38,6	-16,3	-10,4
<b>May</b>	P ...	P ...	P ...	...	P -15,1	P -14,4	0,8	-38,1	27,9	-12,5	-41,0	42,8	-10,6	-10,1
<b>Jun</b>	P ...	P ...	P ...	...	P 3,0	P 9,0	-22,3	-36,0	-39,2	-33,2	-9,9	-40,3	-12,6	-9,4
<b>Jul</b>	P ...	P ...	P ...	...	P -15,0	P -19,2	-51,8	-38,4	-26,9	-54,3	-62,8	-10,2	-62,7	-15,1
<b>Ago</b>	P ...	P ...	P ...	...	P ...	P ...	...	...	...	...	...	...	...	-10,4
<b>Sep</b>	P ...	P ...	P ...	...	P ...	P ...	...	...	...	...	...	...	...	-15,1

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



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



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

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

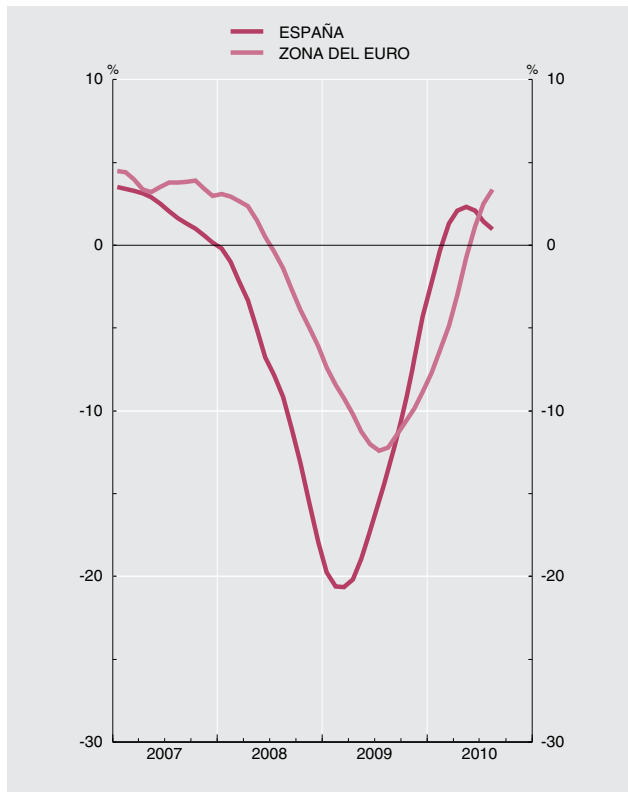
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

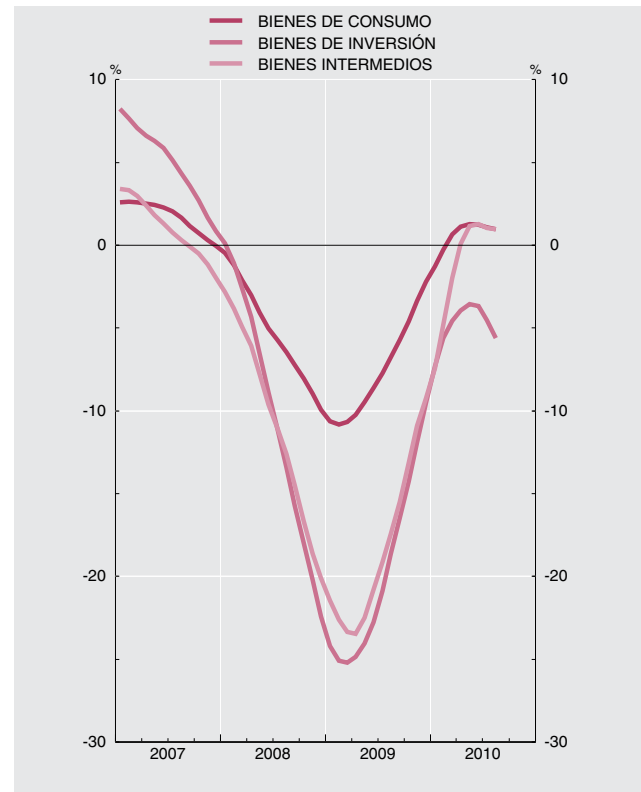
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)				Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufacturadas	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes			
		Serie original	1 T 12								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
07	MP	106,2	2,4	2,2	5,0	1,6	0,8	0,9	2,5	2,0	3,7	4,1	2,4	6,6	3,8	
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,8	-1,9	-2,0	-0,2	-3,5	
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-14,8	-15,9	-5,0	-20,7	-19,2	
09 E-A	MP	81,3	-19,9	-11,3	-26,9	-26,5	-8,7	-28,2	-21,0	-8,0	-17,8	-19,0	-6,2	-23,6	-23,7	
10 E-A	MP	82,4	1,5	1,5	-2,7	4,0	1,5	6,5	1,3	2,4	7,0	7,3	3,6	6,6	10,8	
09 May	P	81,9	-22,3	-12,8	-28,7	-28,4	-12,5	-27,7	-23,2	-11,0	-17,8	-18,7	-5,1	-23,0	-23,6	
Jun	P	86,2	-14,3	-4,1	-23,0	-18,8	-7,8	-15,4	-15,2	-5,4	-16,8	-17,8	-5,4	-22,2	-22,0	
Jul	P	91,8	-16,9	-10,7	-25,2	-20,5	-6,7	-28,6	-17,9	-5,1	-15,8	-16,8	-4,4	-22,8	-20,1	
Ago	P	61,8	-10,6	-5,7	-11,1	-16,9	-6,7	-16,9	-11,5	-3,5	-15,0	-16,1	-5,8	-21,6	-19,6	
Sep	P	87,1	-12,7	-5,3	-17,5	-17,7	-7,1	-16,3	-13,6	-4,0	-12,6	-13,1	-3,1	-18,1	-15,5	
Oct	P	88,0	-12,8	-9,8	-16,4	-14,9	-8,0	-20,3	-13,2	-6,3	-11,1	-11,8	-4,7	-17,1	-12,3	
Nov	P	87,3	-4,0	1,3	-8,0	-3,7	-10,2	-4,3	-3,3	-9,8	-6,8	-7,1	-2,2	-12,9	-5,7	
Dic	P	79,1	-1,5	0,9	-8,4	4,8	-8,1	-20,9	-0,4	-6,8	-3,6	-4,1	-0,7	-10,8	0,1	
10 Ene	P	76,7	-5,0	-5,1	-7,0	-3,3	-5,7	-7,1	-5,1	-3,5	1,8	1,8	1,5	-0,9	4,7	
Feb	P	80,8	-1,9	-3,1	-3,5	1,1	-3,6	4,1	-2,5	2,6	4,2	4,4	2,2	3,1	7,2	
Mar	P	91,2	6,8	8,5	2,0	8,0	7,7	7,8	6,4	11,0	7,7	8,0	5,8	4,8	11,9	
Abr	P	82,2	3,0	4,4	-4,8	8,4	-0,3	7,7	2,9	4,0	9,2	9,3	2,7	8,7	15,6	
May	P	86,1	5,1	4,0	0,7	9,7	2,0	15,4	5,0	3,8	9,8	9,6	4,3	9,0	14,5	
Jun	P	89,0	3,2	2,1	1,9	4,6	4,1	7,4	3,6	-0,3	8,2	8,8	4,3	8,8	11,9	
Jul	P	89,7	-2,3	-3,2	-5,8	-2,4	5,7	3,0	-2,7	2,1	7,2	7,6	4,0	9,0	9,6	
Ago	P	63,8	3,2	5,4	-8,1	6,5	3,6	14,1	3,4	1,0	7,9	8,8	4,4	11,2	10,8	

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.

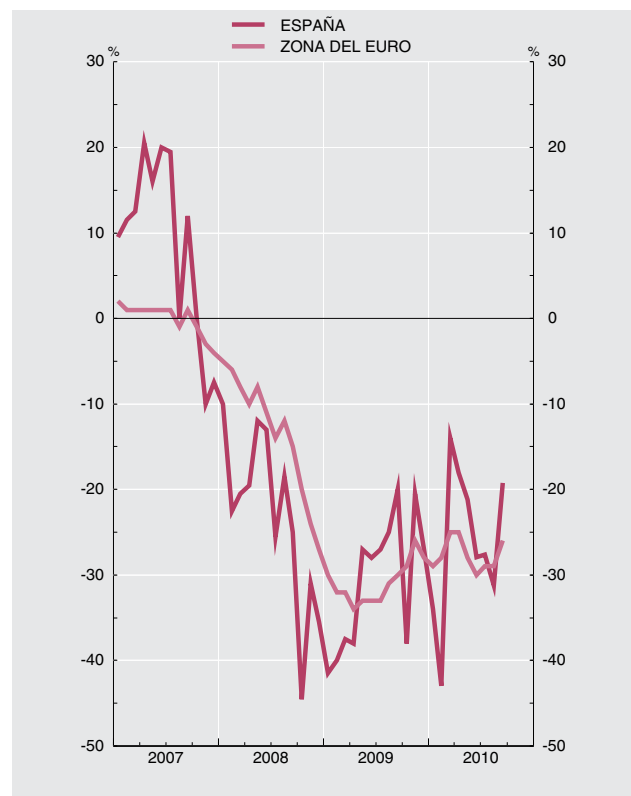
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
07	M	-0	7	6	3	-0	9	-2	6	-2	-1	9	20	11	18	21	5	5	-
08	M	-18	-16	-8	-24	-17	21	-12	-8	-28	-3	-23	-2	-20	-16	-16	-9	-15	-13
09	M	-29	-34	-11	-54	-52	23	-19	-26	-37	-44	-31	-20	-32	-13	-19	-28	-56	-31
09 E-S	M	-31	-39	-14	-56	-53	25	-20	-28	-41	-38	-32	-23	-32	-9	-20	-32	-58	-32
10 E-S	M	-17	-9	-1	-40	-32	12	-11	-16	-20	-51	-26	-16	-27	-16	-27	-7	-29	-28
09 Jun		-32	-28	-12	-58	-55	27	-19	-24	-45	-60	-28	-27	-38	-3	-34	-32	-63	-33
Jul		-28	-27	-4	-57	-56	23	-19	-30	-33	-34	-27	-23	-24	-15	-21	-29	-61	-33
Ago		-25	-30	-1	-56	-50	20	-17	-20	-29	-38	-25	-26	-24	-7	-3	-25	-56	-31
Sep		-26	-26	-6	-53	-45	20	-20	-23	-27	-55	-20	-22	-27	9	-23	-24	-55	-30
Oct		-24	-20	-3	-51	-47	17	-16	-18	-27	-54	-38	-23	-47	-24	-21	-21	-53	-29
Nov		-24	-20	-2	-51	-49	18	-16	-20	-29	-73	-21	-15	-23	-32	-13	-19	-51	-26
Dic		-24	-22	-4	-50	-49	17	-13	-24	-29	-60	-27	2	-29	-23	-20	-16	-47	-28
10 Ene		-22	-25	1	-51	-47	16	-15	-24	-23	-56	-34	-48	-26	-40	-26	-14	-44	-29
Feb		-22	-26	-1	-48	-44	15	-13	-24	-26	-54	-43	-35	-41	-36	-41	-13	-42	-28
Mar		-19	-21	1	-44	-36	13	-13	-16	-20	-56	-14	-57	-20	12	-28	-10	-38	-25
Abr		-16	-9	3	-40	-30	11	-11	-13	-17	-53	-18	9	-25	6	-12	-7	-32	-25
May		-17	-4	-1	-38	-33	13	-12	-12	-21	-52	-21	11	-27	-8	-7	-6	-28	-28
Jun		-15	-1	1	-36	-27	11	-10	-17	-14	-54	-28	9	-39	-26	-37	-6	-26	-30
Jul		-15	7	-0	-35	-29	11	-9	-9	-18	-55	-28	0	-30	-6	-4	-4	-21	-29
Ago		-16	1	-4	-34	-22	10	-6	-14	-17	-58	-31	1	-18	-46	-47	-3	-18	-29
Sep		-15	1	-5	-34	-22	8	-8	-12	-20	-23	-19	-34	-21	-2	-43	-2	-16	-26

#### CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



#### CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.



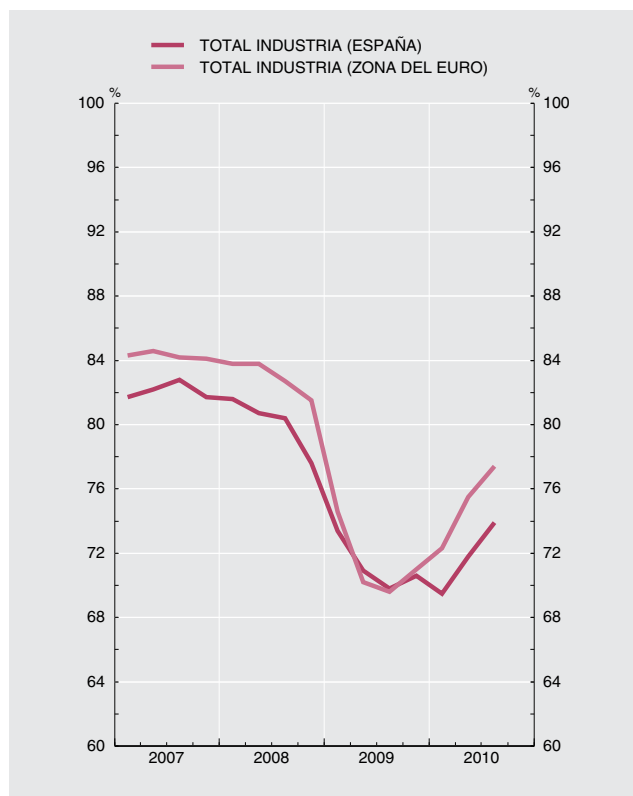
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

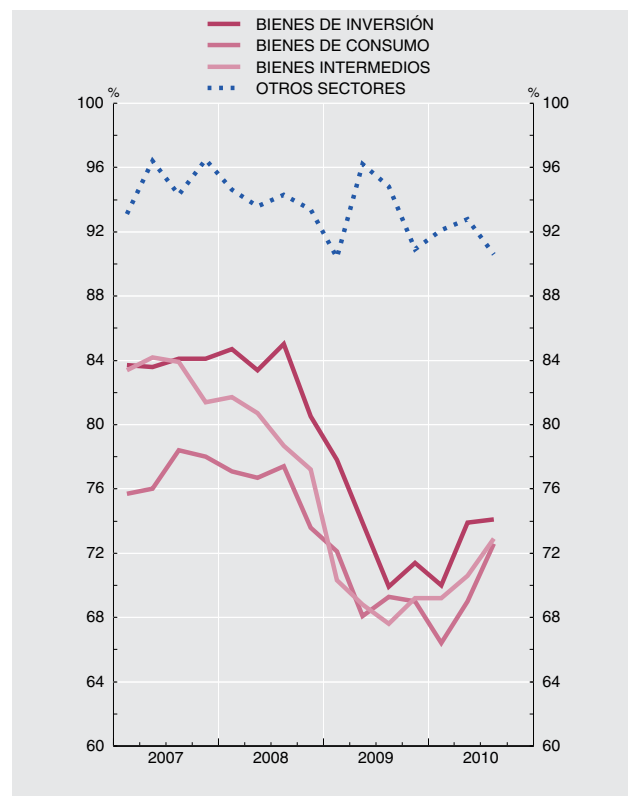
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (b) (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>07</b>	82,1	83,3	1	77,0	78,6	3	83,9	84,8	-0	83,2	84,5	1	95,1	96,0	-	84,3
<b>08</b>	80,1	80,4	7	76,2	77,3	8	83,4	83,3	6	79,6	79,7	7	94,0	94,5	-0	83,0
<b>09</b>	71,2	71,4	26	69,6	70,7	18	73,3	73,6	25	69,0	68,5	34	93,1	94,3	1	71,4
<b>09 I-III</b>	71,4	71,7	26	69,8	70,8	16	73,9	73,6	26	68,9	69,1	35	93,8	95,1	1	71,5
<b>10 I-III</b>	71,7	73,1	20	69,3	70,3	16	72,7	73,3	22	70,9	73,0	24	91,8	92,4	0	75,1
<b>08 I</b>	81,6	82,6	4	77,1	78,6	5	84,7	86,2	7	81,7	82,1	3	94,6	95,5	-	83,8
<b>II</b>	80,7	81,8	5	76,7	79,0	6	83,4	83,3	4	80,7	81,7	5	93,6	94,1	-	83,8
<b>III</b>	80,4	80,8	6	77,4	78,1	11	85,0	84,7	5	78,7	79,3	4	94,3	94,1	-	82,7
<b>IV</b>	77,6	76,5	12	73,6	73,5	12	80,5	78,8	7	77,2	75,6	16	93,4	94,1	-0	81,5
<b>09 I</b>	73,4	72,9	22	72,1	71,8	9	77,8	76,2	17	70,3	70,1	36	90,4	92,7	-	74,6
<b>II</b>	70,9	71,4	26	68,1	69,8	20	73,9	73,9	22	68,8	68,7	35	96,2	96,7	-	70,2
<b>III</b>	69,8	70,7	30	69,3	70,8	19	69,9	70,6	38	67,6	68,4	36	94,8	95,8	3	69,6
<b>IV</b>	70,6	70,4	24	69,0	70,4	23	71,4	73,7	22	69,2	66,7	28	90,9	91,9	-	71,0
<b>10 I</b>	69,5	70,7	25	66,4	67,1	20	70,0	71,0	26	69,2	70,9	30	92,1	92,8	0	72,3
<b>II</b>	71,8	73,9	21	69,0	70,1	19	73,9	74,3	22	70,6	74,3	24	92,8	93,6	-	75,5
<b>III</b>	73,9	74,6	15	72,6	73,6	10	74,1	74,5	19	72,9	73,8	18	90,6	90,9	0	77,4

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio 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.

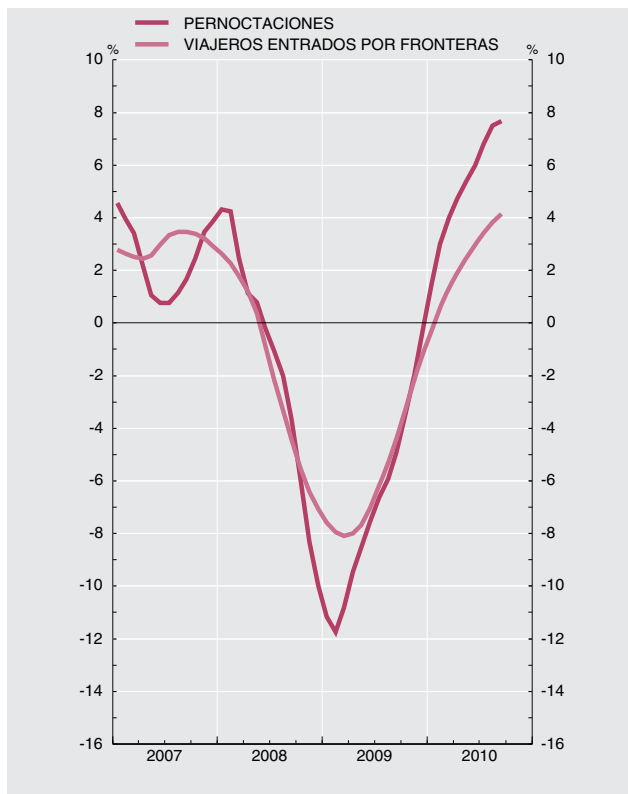
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

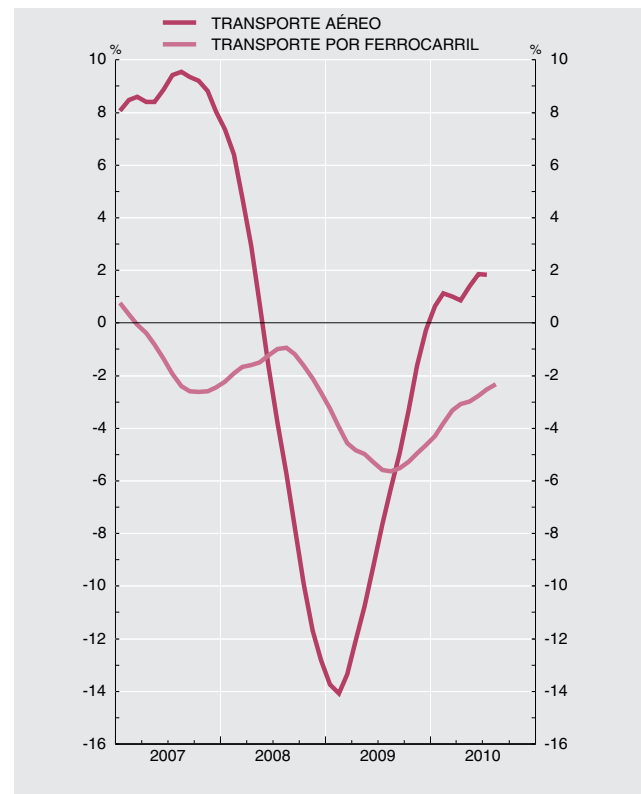
Tasas de variación interanual

	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	
07	3,1	4,0	1,7	2,1	2,9	1,1	5,5	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,3	-1,5
08	-1,7	-0,1	-1,2	0,2	-1,3	-2,5	0,6	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-1,5	-2,1	-0,7	-10,3
09	-7,0	-10,4	-6,7	-9,4	-5,9	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-8,0	-9,6	-2,2	-12,9	-5,8	-24,8
09 E-S	-8,2	-11,4	-7,6	-10,0	-7,5	-10,0	-4,0	-9,9	-10,6	-9,5	-15,0	-3,5	-15,6	-6,2	-29,6
10 E-S	6,2	11,2	6,2	8,5	2,5	0,8	4,7	...	...	...	...	...	...	...	
09 Jun	-8,2	-10,7	-6,6	-7,6	-9,2	-10,0	-7,9	-8,7	-9,2	-8,4	-21,4	-2,6	-12,9	-5,9	-28,1
Jul	-5,9	-10,3	-5,9	-10,0	-2,9	-5,5	1,3	-4,8	-2,5	-6,1	-9,4	4,0	-15,9	-8,3	-29,4
Ago	-5,5	-11,9	-5,0	-10,8	-4,3	-8,4	0,5	-5,4	-1,4	-7,7	-10,4	-10,3	-11,4	-5,9	-28,3
Sep	-6,5	-10,0	-6,9	-9,1	-7,6	-9,7	-4,0	-5,1	-1,3	-7,3	-2,9	-3,6	-10,8	-5,8	-19,1
Oct	0,1	-3,8	-1,7	-5,4	1,7	-3,6	10,5	-2,7	-0,2	-4,1	0,1	4,3	-10,4	-6,9	-27,6
Nov	-2,9	-3,8	-3,6	-5,6	-0,1	-3,1	3,4	-0,8	1,2	-2,3	4,0	5,4	-0,5	-2,3	-3,4
Dic	2,2	-0,5	0,0	-2,5	0,7	-3,6	5,0	2,1	3,8	0,6	17,9	-0,4	-1,2	-4,3	22,0
10 Ene	1,4	1,7	0,3	-1,5	2,4	1,1	3,7	3,3	6,4	1,0	13,6	25,6	4,8	-6,5	7,7
Feb	4,0	7,0	4,3	4,8	-0,1	-3,8	4,1	1,4	1,8	1,1	19,5	-5,5	-1,7	-4,1	-14,0
Mar	7,5	6,9	7,5	5,9	8,1	3,2	14,4	5,5	5,4	5,6	29,8	10,7	1,9	-3,2	-9,2
Abr	3,6	8,4	1,0	0,1	-5,4	-13,3	6,2	-8,6	-3,3	-12,4	40,7	-5,3	2,7	3,6	2,3
May	5,8	9,4	5,7	6,1	-1,3	1,1	-4,9	3,2	1,9	4,1	30,6	3,6	3,6	-4,2	10,7
Jun	6,9	9,2	5,4	5,4	4,5	1,7	9,4	3,4	1,0	4,9	17,6	4,5	3,5	-3,6	4,7
Jul	8,8	16,0	7,2	11,1	2,9	4,5	0,6	3,8	-1,6	7,0	10,0	...	...	-3,4	5,3
Ago	7,0	15,6	9,3	16,3	2,8	4,0	1,4	...	...	...	...	...	...	-1,6	...
Sep	7,1	15,0	8,3	13,5	8,0	4,2	14,1	...	...	...	...	...	...	...	...

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

a. 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.

#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

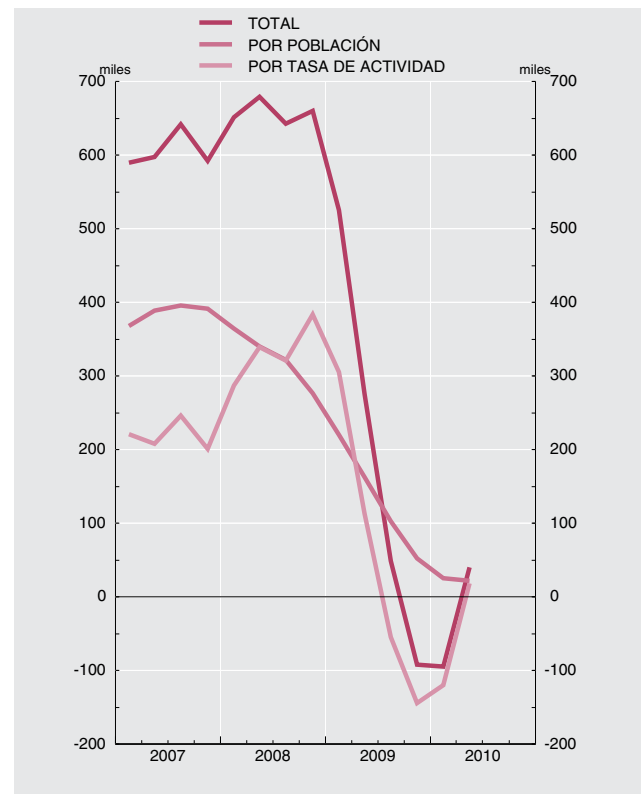
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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	
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219	2,8	
08	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	658	326	333	3,0	
09	M	38 432	224	0,6	59,95	23 037	189	134	55	0,8	
09	I-II	38 420	318	0,8	60,11	23 092	801	383	418	1,8	
10	I-II	38 459	39	0,1	59,97	23 065	-55	47	-101	-0,1	
07	IV	37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7	
08	I	38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0	
	II	38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1	
	III	38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9	
	IV	38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9	
09	I	38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3	
	II	38 432	271	0,7	60,06	23 082	276	162	113	1,2	
	III	38 443	172	0,4	59,81	22 994	48	103	-54	0,2	
	IV	38 443	87	0,2	59,76	22 973	-92	52	-144	-0,4	
10	I	38 451	42	0,1	59,83	23 007	-95	25	-120	-0,4	
	II	38 468	36	0,1	60,11	23 122	40	22	18	0,2	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



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

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

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

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

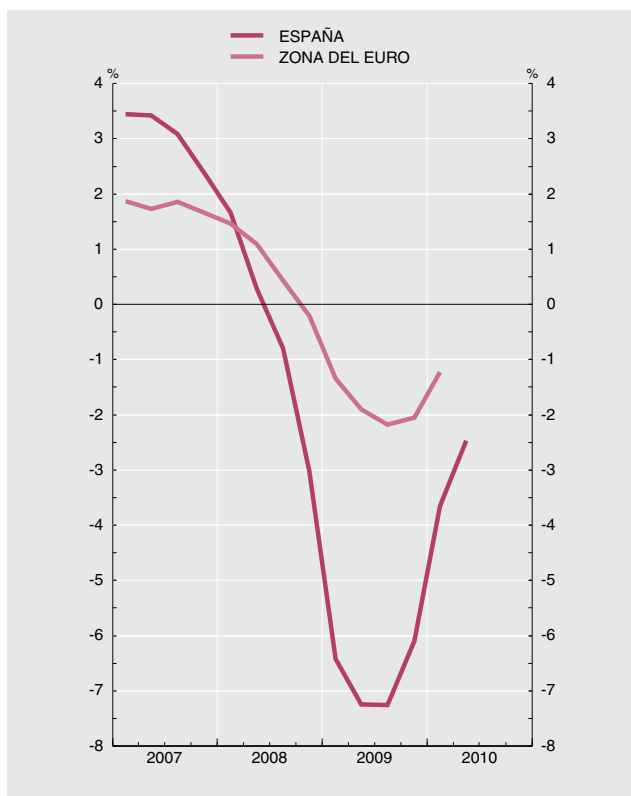
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

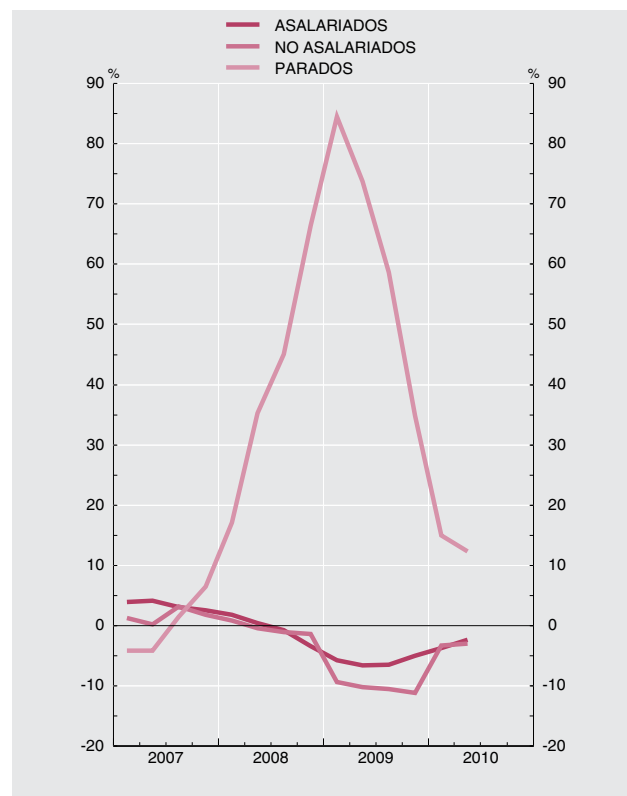
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
07	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,52
08	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,7	7,57
09	M	18 888	-1 370	-6,8	15 681	-1 001	-6,0	3 207	-369	-10,3	4 150	1 559	60,2	18,01	-1,9	9,43
09 I-II	M	19 018	-1 396	-6,8	15 790	-1 045	-6,2	3 228	-351	-9,8	4 074	1 796	78,9	17,64	-1,6	9,09
10 I-II	M	18 436	-582	-3,1	15 308	-482	-3,1	3 127	-101	-3,1	4 629	555	13,6	20,07	...	9,99
07 IV		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,7	7,37
08 I		20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,24
II		20 425	58	0,3	16 853	74	0,4	3 572	-16	-0,4	2 382	622	35,3	10,44	1,1	7,40
III		20 346	-164	-0,8	16 746	-124	-0,7	3 600	-41	-1,1	2 599	807	45,0	11,33	0,4	7,60
IV		19 857	-620	-3,0	16 308	-568	-3,4	3 549	-52	-1,4	3 208	1 280	66,4	13,91	-0,2	8,05
09 I		19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,3	8,82
II		18 945	-1 480	-7,2	15 737	-1 116	-6,6	3 208	-364	-10,2	4 138	1 756	73,7	17,92	-1,9	9,36
III		18 870	-1 476	-7,3	15 650	-1 096	-6,5	3 220	-380	-10,6	4 123	1 525	58,7	17,93	-2,2	9,70
IV		18 646	-1 211	-6,1	15 493	-816	-5,0	3 153	-395	-11,1	4 327	1 119	34,9	18,83	-2,0	9,85
10 I		18 394	-697	-3,6	15 253	-590	-3,7	3 141	-107	-3,3	4 613	602	15,0	20,05	-1,2	9,93
II		18 477	-468	-2,5	15 363	-373	-2,4	3 113	-95	-3,0	4 646	508	12,3	20,09	...	10,05

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



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

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

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

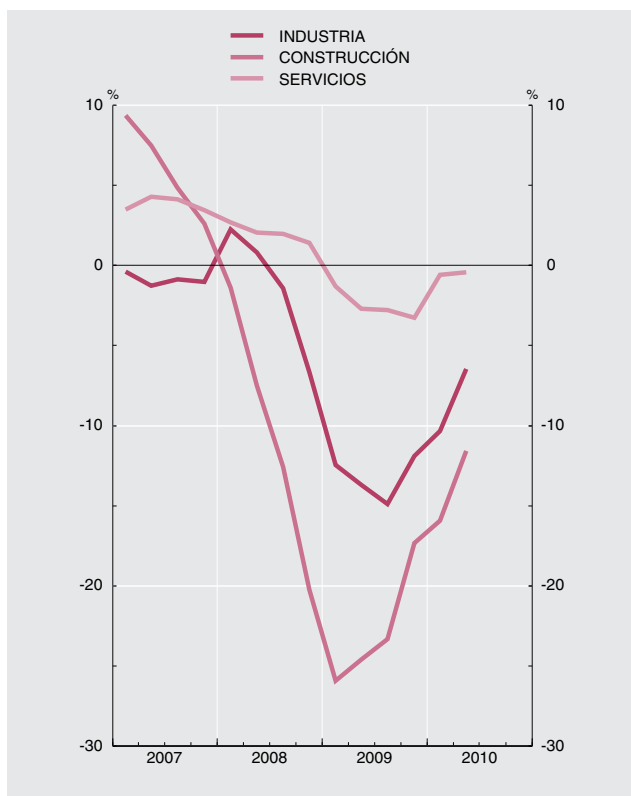
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: Ocupados ramas no agrarias	
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,0	58,6	-0,9	-0,5	22,8	6,0	6,7	54,3	3,8	3,8	28,4	3,3	
08	M	-0,5	-0,5	29,2	-5,1	-8,0	58,0	-1,3	-1,3	20,7	-10,4	-12,2	48,9	2,0	2,3	27,0	-0,3	
09	M	-6,8	-6,0	25,4	-4,0	-0,1	59,0	-13,3	-13,1	15,8	-23,0	-25,0	42,6	-2,5	-1,3	24,0	-6,9	
09	I-II	M	-6,8	-6,2	25,3	-3,6	2,1	60,0	-13,1	-13,0	16,1	-25,3	-28,2	41,7	-2,0	-0,8	23,9	-7,4
10	I-II	M	-3,1	-3,1	24,6	-0,7	1,8	59,9	-8,4	-8,3	15,5	-13,8	-16,0	41,7	-0,5	-0,4	23,2	-2,5
07	IV		2,4	2,5	30,9	-1,8	0,0	57,1	-1,0	-0,4	22,7	2,6	2,8	52,7	3,5	3,1	27,8	2,6
08	I		1,7	1,8	30,1	-6,4	-10,2	61,3	2,3	3,1	21,9	-1,4	-2,0	51,3	2,7	2,8	27,0	2,0
	II		0,3	0,4	29,4	-4,4	-8,7	56,6	0,8	1,1	21,4	-7,5	-8,8	49,8	2,0	2,5	26,8	0,5
	III		-0,8	-0,7	29,5	-4,6	-9,5	54,2	-1,4	-1,6	20,8	-12,6	-14,1	48,7	2,0	2,4	27,7	-0,6
	IV		-3,0	-3,4	27,9	-4,8	-3,4	59,8	-6,7	-7,7	18,7	-20,2	-23,8	45,7	1,4	1,7	26,3	-3,0
09	I		-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6
	II		-7,2	-6,6	25,2	-4,2	0,8	57,1	-13,7	-14,0	15,6	-24,6	-26,4	42,8	-2,7	-1,6	23,9	-7,4
	III		-7,3	-6,5	25,9	-6,4	-3,5	56,9	-14,9	-15,0	15,3	-23,3	-24,5	43,0	-2,8	-1,7	24,9	-7,3
	IV		-6,1	-5,0	25,1	-2,6	-1,5	59,2	-11,9	-11,4	15,5	-17,3	-17,6	43,9	-3,3	-1,8	23,5	-6,2
10	I		-3,6	-3,7	24,4	-0,3	2,4	62,7	-10,4	-10,9	15,0	-15,9	-17,2	41,1	-0,6	-0,5	22,8	-3,8
	II		-2,5	-2,4	24,9	-1,1	1,1	57,1	-6,4	-5,6	15,9	-11,6	-14,8	42,2	-0,4	-0,2	23,6	-2,5

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

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

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

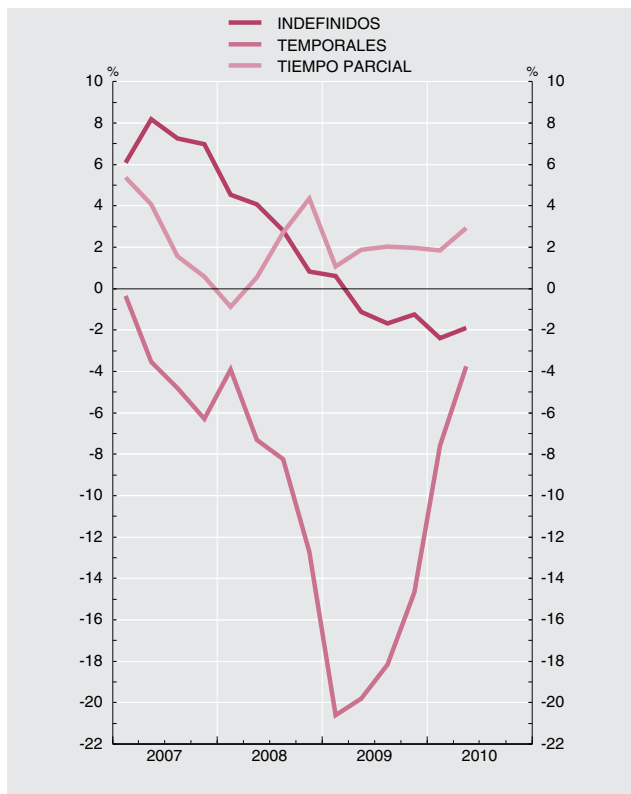
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

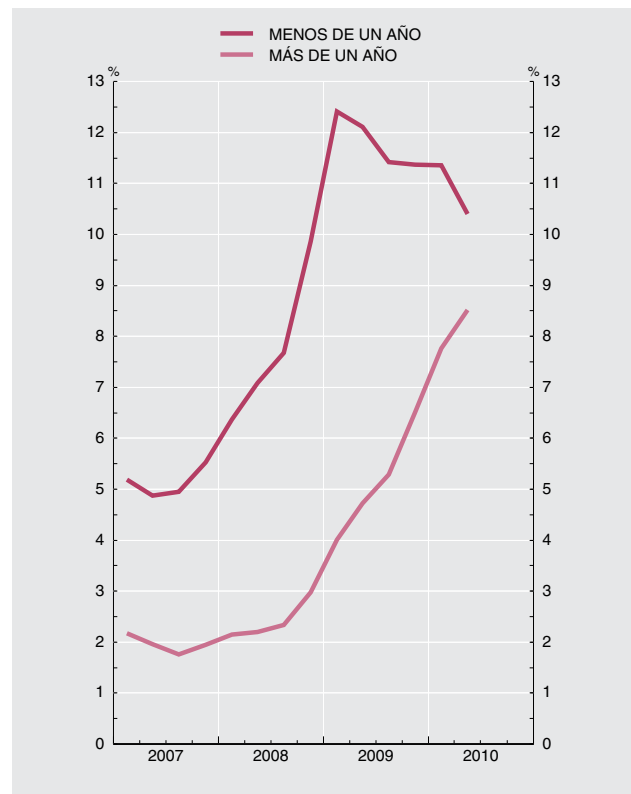
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados									Parados				
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada				Por duración				
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año		
		Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6
08	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-112	-0,8	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0
09	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-1 036	-7,1	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0
09 I-II	M	-33	-0,3	-1 013	-20,2	25,32	-1 155	-7,8	30	1,5	13,35	12,26	85,5	4,37	104,3
10 I-II	M	-254	-2,2	-227	-5,7	24,63	-436	-3,2	50	2,4	14,10	10,88	-11,4	8,14	86,3
07 IV		761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3
08 I		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
II		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7
III		320	2,8	-444	-8,2	29,53	-175	-1,2	52	2,7	11,72	7,67	59,5	2,34	36,3
IV		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8
09 I		70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0
II		-135	-1,1	-981	-19,8	25,24	-1 155	-7,8	39	1,9	13,48	12,11	72,9	4,72	117,2
III		-197	-1,7	-899	-18,2	25,85	-1 136	-7,7	40	2,0	12,79	11,42	49,2	5,29	127,2
IV		-148	-1,3	-668	-14,7	25,08	-857	-6,0	42	2,0	13,87	11,37	14,8	6,50	117,8
10 I		-285	-2,4	-305	-7,6	24,39	-628	-4,6	39	1,8	13,99	11,36	-8,9	7,77	93,0
II		-224	-1,9	-149	-3,8	24,88	-436	-3,2	62	2,9	14,21	10,40	-14,0	8,51	80,6

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

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

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

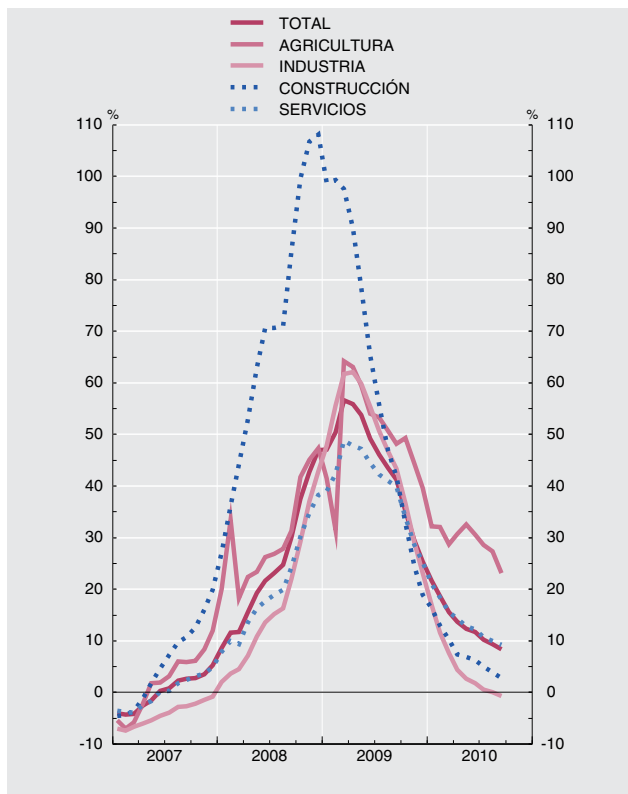
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

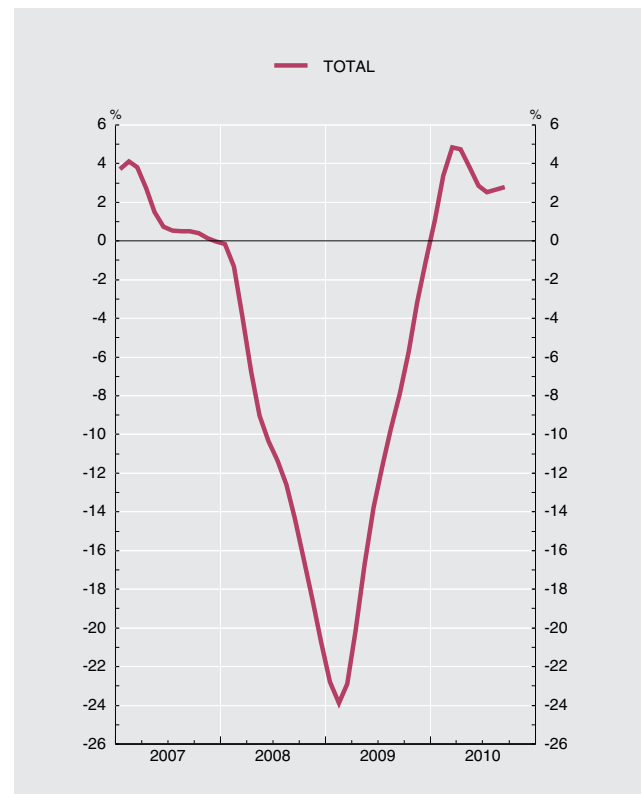
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentaje s/total			Total			
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12		
						Total	Agricultura	Total	Industria	Construcción								Servicios	
Año	Mes	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0	
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8	
09	M	3 644	1 104	43,5	35,7	45,3	49,9	45,2	47,7	62,5	40,0	1 168	-15,5	9,41	27,97	90,59	1 165	-14,2	
09	E-S	M	3 570	1 176	49,1	32,2	50,7	51,8	50,7	53,7	74,9	43,6	1 147	-19,0	9,68	27,18	90,32	1 145	-17,6
10	E-S	M	4 048	478	13,4	38,8	11,7	29,5	11,2	5,0	8,0	1 180	2,9	8,59	28,76	91,41	1 177	2,8	
09	Ago		3 629	1 099	43,4	46,2	43,2	50,7	43,0	46,7	46,9	945	-10,0	7,27	26,95	92,73	963	-6,5	
	Sep		3 709	1 084	41,3	45,3	41,0	48,2	40,8	43,3	41,8	1 355	-9,8	9,48	30,88	90,52	1 398	-7,3	
	Oct		3 808	990	35,1	43,6	34,5	49,4	34,1	36,6	32,8	1 358	-14,3	9,32	32,90	90,68	1 380	-12,1	
	Nov		3 869	880	29,4	46,2	28,2	44,4	27,8	29,1	24,5	1 204	3,6	8,92	29,75	91,08	1 189	4,8	
	Dic		3 924	795	25,4	49,0	23,9	39,6	23,4	23,1	18,9	1 138	1,8	7,54	28,34	92,46	1 106	1,1	
10	Ene		4 048	721	21,7	53,8	19,7	32,2	19,4	16,9	16,3	1 050	-6,7	9,01	25,01	90,99	1 030	-7,3	
	Feb		4 131	649	18,6	50,9	16,6	32,0	16,2	11,6	13,0	1 028	1,1	9,84	26,74	90,16	1 024	2,5	
	Mar		4 167	561	15,6	44,3	13,7	28,8	13,2	7,6	10,3	1 189	12,1	9,92	28,08	90,08	1 178	12,5	
	Abr		4 142	498	13,7	40,0	11,8	30,8	11,3	4,5	7,4	1 079	4,6	9,55	28,66	90,45	1 069	3,7	
	May		4 066	446	12,3	36,1	10,6	32,6	10,0	2,7	6,9	1 182	6,5	9,16	28,97	90,84	1 198	7,9	
	Jun		3 982	417	11,7	35,3	9,9	30,6	9,3	1,8	6,3	1 298	1,8	7,61	29,42	92,39	1 244	-1,2	
	Jul		3 909	364	10,3	32,3	8,6	28,6	8,0	0,5	5,0	1 397	-0,4	6,86	31,51	93,14	1 386	0,3	
	Ago		3 970	341	9,4	30,1	7,8	27,3	7,2	0,0	3,9	1 010	6,9	6,62	28,59	93,38	1 021	6,0	
	Sep		4 018	308	8,3	26,3	6,9	23,1	6,4	-0,7	2,8	1 390	2,6	8,78	31,88	91,22	1 442	3,1	

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

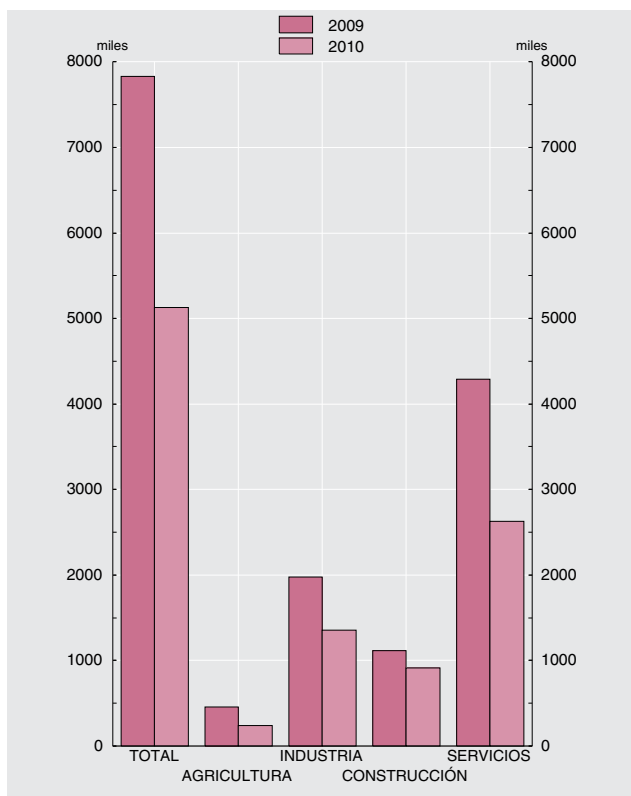
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

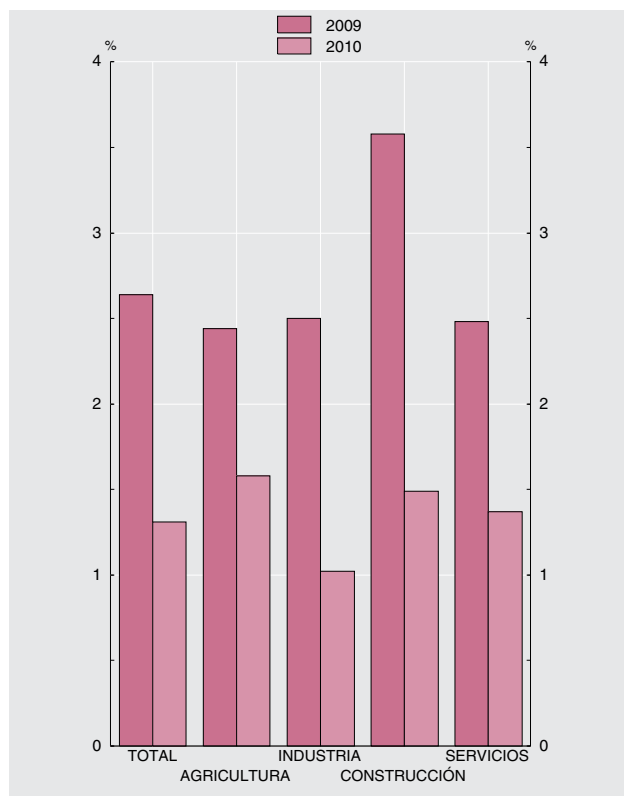
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7 (c)	8 (c)	9 (c)	10 (c)	11	12	13	14 (c)	15 (c)	16 (c)	17 (c)	
<b>07</b>	11 606	4,21	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
<b>08</b>	11 968	3,60	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
<b>09</b>	10 632	2,31	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
<b>09 Abr</b>	10 458	2,34	6 711	63	6 774	181	208	1 883	994	3 689	2,68	2,05	2,67	2,77	2,51	3,57	2,50
<b>May</b>	10 464	2,34	6 836	162	6 998	23	278	1 893	995	3 832	2,67	3,10	2,68	2,70	2,51	3,57	2,53
<b>Jun</b>	10 492	2,33	7 042	343	7 385	135	440	1 913	1 114	3 918	2,66	2,99	2,67	2,45	2,51	3,56	2,52
<b>Jul</b>	10 499	2,33	7 069	367	7 436	-30	445	1 939	1 114	3 939	2,66	2,92	2,67	2,44	2,51	3,58	2,52
<b>Ago</b>	10 500	2,33	7 070	376	7 446	-207	447	1 942	1 114	3 944	2,66	2,90	2,67	2,45	2,51	3,58	2,52
<b>Sep</b>	10 624	2,31	7 350	478	7 828	-162	455	1 973	1 114	4 287	2,64	2,65	2,64	2,44	2,50	3,58	2,48
<b>Oct</b>	10 631	2,31	7 491	895	8 386	19	480	2 005	1 146	4 755	2,63	2,30	2,59	2,40	2,48	3,58	2,42
<b>Nov</b>	10 631	2,31	7 537	1 052	8 589	4	481	2 038	1 158	4 913	2,63	2,35	2,60	2,40	2,48	3,57	2,44
<b>Dic</b>	10 632	2,31	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
<b>10 Ene</b>	4 912	1,31	1 154	-	1 154	-2 340	131	241	4	778	1,62	-	1,62	1,30	1,12	1,96	1,82
<b>Feb</b>	4 916	1,31	1 393	0	1 393	-4 590	151	337	39	866	1,52	1,54	1,52	1,20	1,18	0,90	1,73
<b>Mar</b>	4 952	1,31	1 754	126	1 879	-4 355	152	366	40	1 321	1,38	1,04	1,36	1,20	1,15	0,90	1,45
<b>Abr</b>	5 106	1,31	2 625	156	2 781	-3 993	224	715	40	1 802	1,29	1,04	1,27	1,46	0,94	0,90	1,39
<b>May</b>	5 109	1,31	2 890	194	3 083	-3 915	234	831	41	1 978	1,33	1,06	1,31	1,59	1,04	0,90	1,40
<b>Jun</b>	5 129	1,31	3 396	208	3 604	-3 781	234	1 060	81	2 229	1,31	1,06	1,30	1,59	1,00	1,76	1,39
<b>Jul</b>	5 129	1,31	3 548	224	3 771	-3 665	235	1 100	66	2 371	1,30	1,13	1,29	1,58	1,02	1,41	1,38
<b>Ago</b>	5 129	1,31	3 766	290	4 056	-3 391	236	1 319	66	2 435	1,29	1,10	1,28	1,58	1,01	1,41	1,39
<b>Sep</b>	5 130	1,31	4 786	344	5 130	-2 698	238	1 354	910	2 628	1,32	1,09	1,31	1,58	1,02	1,49	1,37

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-septiembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-septiembre



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

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2009, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2010 no incorpora tales revisiones.

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



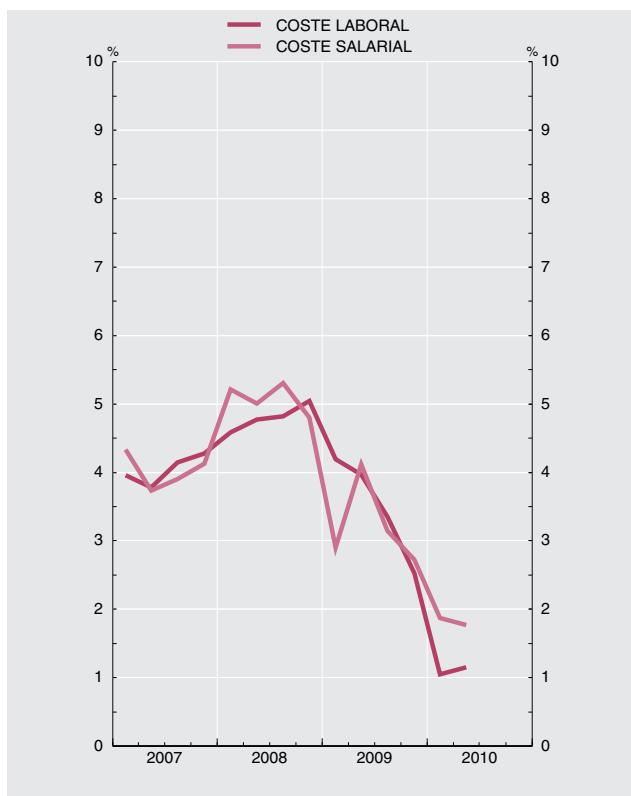
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

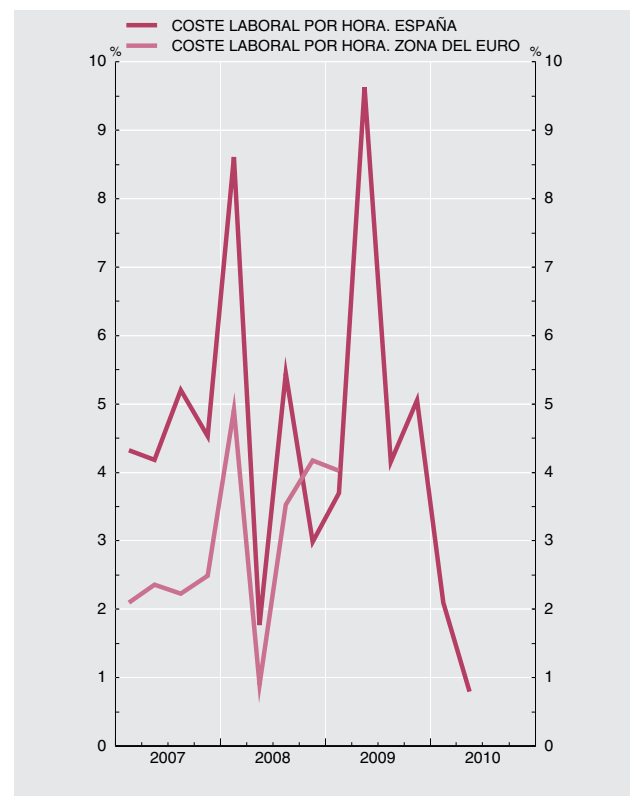
Tasas de variación interanual

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

**POR TRABAJADOR Y MES**  
Tasas de variación interanual



**POR HORA EFECTIVA**  
Tasas de variación interanual



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

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

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

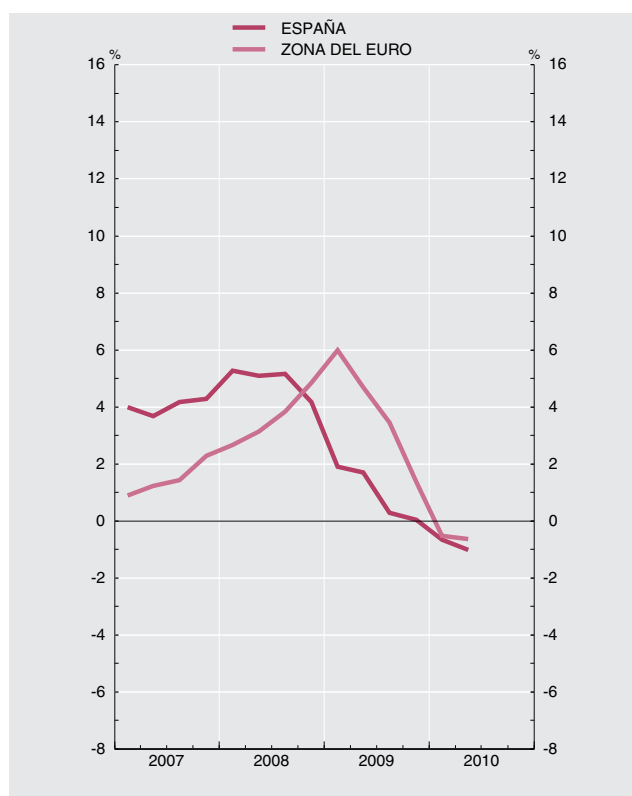
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

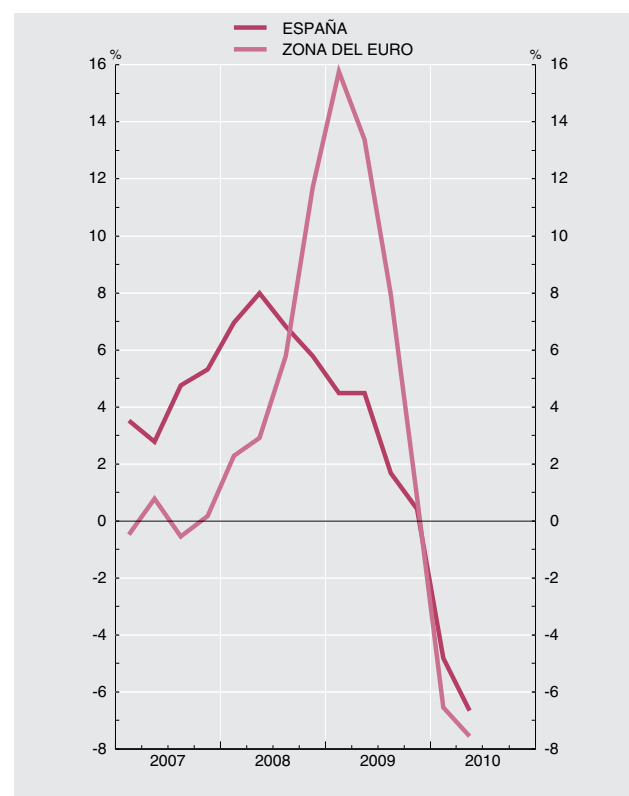
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro (d)
								España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>07</b>	P	4,0	1,5	4,8	2,5	0,7	1,0	3,6	2,8	2,8	1,8	4,1	-0,0
<b>08</b>	P	4,9	3,6	6,4	3,2	1,4	-0,3	0,9	0,3	-0,5	0,7	6,9	5,7
<b>09</b>	P	1,0	3,9	4,1	1,6	3,1	-2,2	-3,7	-4,0	-6,6	-1,9	2,8	9,5
<b>07</b>	III	4,2	1,4	4,9	2,3	0,7	0,8	3,5	2,8	2,8	1,9	4,8	-0,5
	IV	4,3	2,3	5,2	2,8	0,8	0,5	3,2	2,2	2,3	1,7	5,3	0,2
<b>08</b>	I	5,3	2,7	6,3	3,2	1,0	0,7	2,8	2,1	1,7	1,5	7,0	2,3
	II	5,1	3,1	6,7	3,2	1,5	0,2	1,9	1,2	0,4	1,1	8,0	2,9
	III	5,2	3,8	6,3	3,4	1,1	-0,2	0,3	0,1	-0,8	0,4	6,8	5,8
	IV	4,2	4,8	6,2	2,8	2,0	-1,8	-1,4	-2,1	-3,3	-0,2	5,8	11,7
<b>09</b>	I	1,9	6,0	4,8	1,8	2,9	-3,9	-3,5	-5,2	-6,2	-1,3	4,5	15,8
	II	1,7	4,7	4,5	1,5	2,8	-3,1	-4,4	-4,9	-7,1	-1,9	4,5	13,4
	III	0,3	3,4	3,9	1,6	3,6	-1,9	-3,9	-4,0	-7,2	-2,2	1,7	7,9
	IV	0,0	1,4	3,2	1,4	3,1	-0,0	-3,0	-2,0	-6,0	-2,0	0,4	0,8
<b>10</b>	I	-0,7	-0,5	1,8	1,5	2,5	1,9	-1,3	0,8	-3,7	-1,2	-4,8	-6,6
	II	-1,0	-0,6	1,4	2,0	2,5	...	-0,1	1,9	-2,5	...	-6,6	-7,5

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



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



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

d. Ramas industriales y energía.

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

■ Serie representada gráficamente.

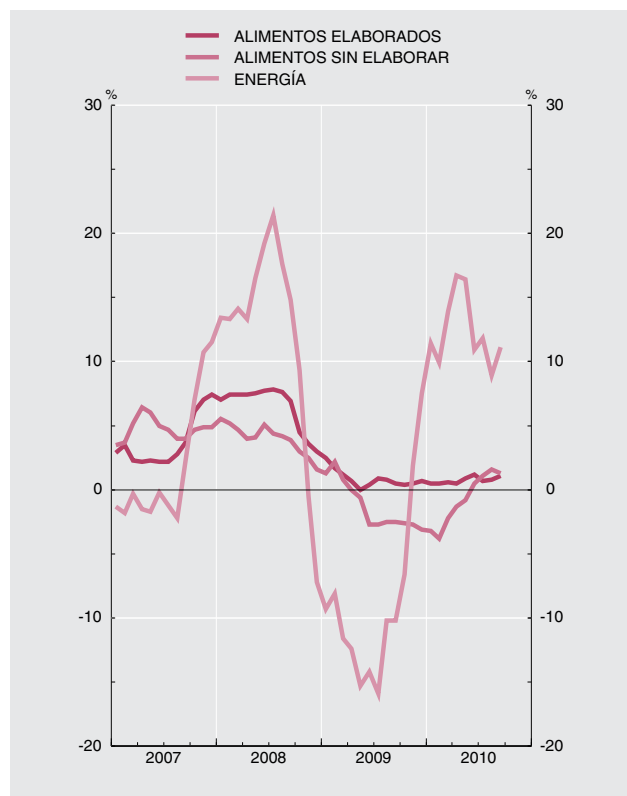
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)		
		Serie original	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub> (b)	s/ T <sub>dic</sub> (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sub>12</sub>	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	103,8	5,7	
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,0	3,1	
09	M	106,7	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3	
09	E-S	M	106,4	-0,0	-0,4	-0,5	-0,8	1,0	-1,1	-11,9	2,6	1,0	96,6	-11,9
10	E-S	M	108,0	0,1	1,5	0,2	-0,7	0,8	-0,8	12,4	1,2	0,4	...	...
09	Jun	107,2	0,4	-1,0	0,3	-2,7	0,4	-1,1	-14,2	2,4	0,8	93,7	-17,2	
	Jul	106,3	-0,9	-1,4	-0,5	-2,7	0,9	-1,5	-15,9	2,1	0,6	83,3	-17,9	
	Ago	106,7	0,3	-0,8	-0,2	-2,5	0,8	-1,8	-10,2	1,9	0,4	84,2	-14,8	
	Sep	106,4	-0,2	-1,0	-0,4	-2,5	0,5	-2,1	-10,2	1,8	0,1	90,4	-14,0	
	Oct	107,2	0,7	-0,7	0,3	-2,6	0,4	-2,1	-6,6	1,6	0,1	91,4	-12,2	
	Nov	107,8	0,5	0,3	0,8	-2,7	0,5	-1,7	1,9	1,6	0,2	92,2	-9,3	
	Dic	107,8	-	0,8	0,8	-3,1	0,7	-1,7	7,5	1,6	0,3	95,0	-5,5	
10	Ene	106,7	-1,0	1,0	-1,0	-3,2	0,5	-1,7	11,4	1,2	0,1	95,4	-5,5	
	Feb	106,5	-0,2	0,8	-1,2	-3,8	0,5	-1,5	9,9	1,1	0,1	103,9	1,0	
	Mar	107,3	0,7	1,4	-0,5	-2,2	0,6	-1,5	13,9	1,3	0,2	111,4	5,6	
	Abr	108,4	1,1	1,5	0,6	-1,3	0,5	-1,5	16,7	0,8	-0,1	110,9	2,8	
	May	108,7	0,2	1,8	0,8	-0,8	0,9	-1,1	16,4	1,0	0,2	115,8	13,7	
	Jun	108,9	0,2	1,5	1,0	0,5	1,2	-0,8	10,9	1,0	0,4	101,8	8,6	
	Jul	108,4	-0,4	1,9	0,6	1,1	0,7	-0,1	11,8	1,4	0,8	...	...	
	Ago	108,6	0,3	1,8	0,8	1,6	0,8	0,2	8,9	1,5	1,0	...	...	
	Sep	108,7	0,1	2,1	0,9	1,3	1,1	0,4	11,1	1,5	1,1	...	...	

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



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

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

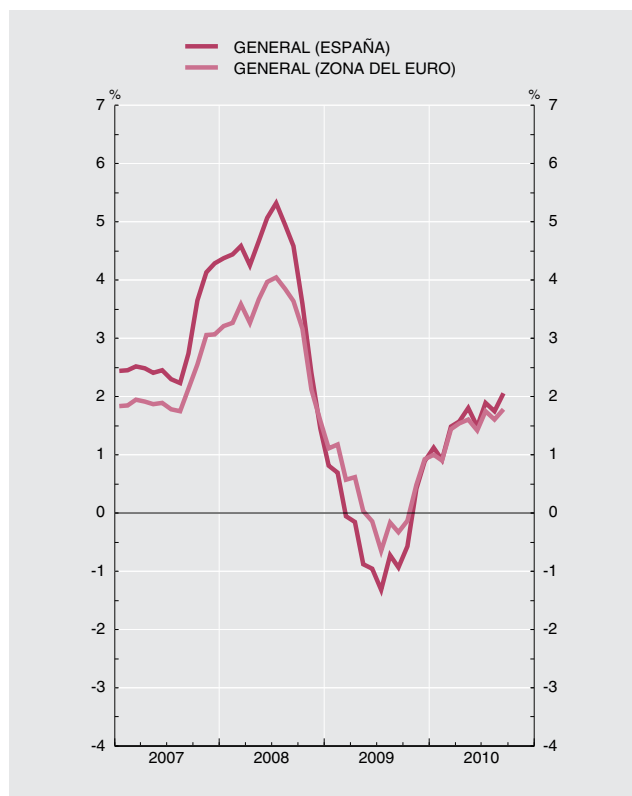
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

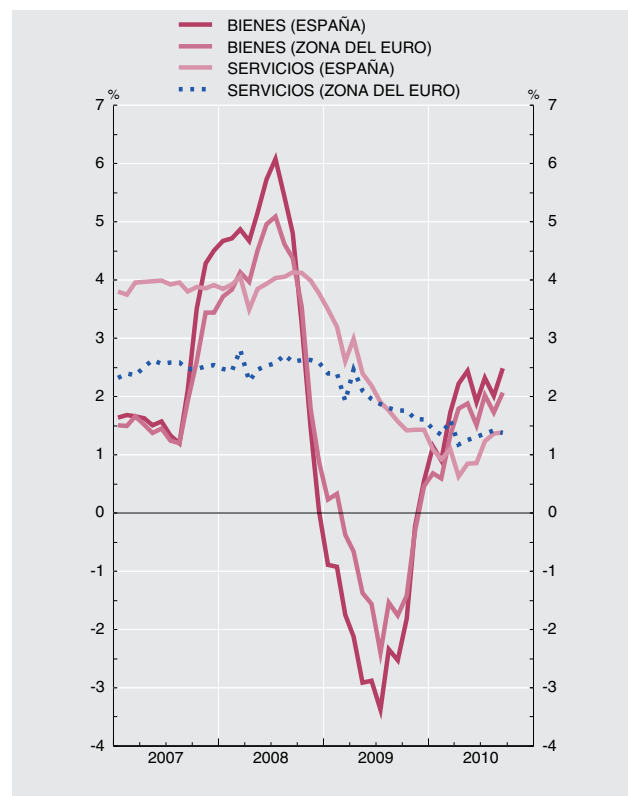
Tasas de variación interanual

		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		
<b>07</b>	M	2,8	2,1	2,2	1,9	4,1	2,8	3,9	2,8	4,3	3,0	1,0	1,4	0,7	1,0	1,7	2,6	3,9	2,5
<b>08</b>	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6
<b>09</b>	M	-0,2	0,3	-1,8	-0,9	0,2	0,7	1,0	1,1	-0,7	0,2	-2,9	-1,7	-0,9	0,6	-9,0	-8,1	2,2	2,0
<b>09 E-S</b>	M	-0,4	0,2	-2,2	-1,0	0,4	1,1	1,0	1,3	-0,2	0,8	-3,7	-2,1	-0,8	0,6	-11,9	-9,6	2,4	2,1
<b>10 E-S</b>	MP	1,6	1,4	1,9	1,5	0,3	0,7	1,2	0,8	-0,7	0,7	2,7	1,9	-0,6	0,3	12,2	6,8	1,0	1,4
<b>09 Jun</b>		-1,0	-0,1	-2,9	-1,6	-0,6	0,7	0,5	1,1	-1,7	-	-4,3	-2,7	-0,8	0,6	-14,1	-11,7	2,2	2,0
<b>Jul</b>		-1,3	-0,6	-3,4	-2,4	-0,3	-	1,2	0,8	-1,8	-1,1	-5,1	-3,6	-1,1	0,5	-15,8	-14,4	1,9	1,9
<b>Ago</b>		-0,7	-0,2	-2,3	-1,5	-0,2	-0,1	1,1	0,6	-1,6	-1,2	-3,5	-2,3	-1,3	0,6	-10,2	-10,2	1,8	1,8
<b>Sep</b>		-0,9	-0,3	-2,5	-1,8	-0,5	-0,2	0,7	0,5	-1,8	-1,3	-3,7	-2,6	-1,5	0,5	-10,1	-11,0	1,6	1,8
<b>Oct</b>		-0,6	-0,1	-1,8	-1,4	-0,5	-0,4	0,8	0,3	-2,0	-1,6	-2,6	-1,9	-1,5	0,3	-6,5	-8,5	1,4	1,8
<b>Nov</b>		0,4	0,5	-0,2	-0,3	-0,5	-0,1	1,0	0,5	-2,1	-1,3	-0,2	-0,4	-1,2	0,3	1,9	-2,4	1,4	1,6
<b>Dic</b>		0,9	0,9	0,5	0,5	-0,5	-0,2	1,3	0,7	-2,4	-1,6	1,1	0,8	-1,1	0,4	7,4	1,8	1,4	1,6
<b>10 Ene</b>		1,1	1,0	1,1	0,7	-0,6	-0,1	1,1	0,6	-2,5	-1,3	2,0	1,1	-1,2	0,1	11,3	4,0	1,1	1,4
<b>Feb</b>		0,9	0,9	0,9	0,6	-0,9	-0,1	1,1	0,6	-2,9	-1,2	1,8	0,9	-1,1	0,1	9,8	3,3	0,9	1,3
<b>Mar</b>		1,5	1,4	1,7	1,3	-0,3	0,3	1,2	0,5	-1,8	-0,1	2,8	1,8	-1,1	0,1	13,8	7,2	1,1	1,6
<b>Abr</b>		1,6	1,5	2,2	1,8	-0,1	0,7	0,9	0,6	-1,2	0,7	3,5	2,3	-1,1	0,2	16,6	9,1	0,6	1,2
<b>May</b>		1,8	1,6	2,4	1,9	0,4	0,7	1,4	0,9	-0,7	0,4	3,6	2,5	-0,8	0,3	16,3	9,2	0,8	1,3
<b>Jun</b>		1,5	1,4	1,9	1,5	1,0	0,9	1,8	0,9	0,2	0,9	2,4	1,8	-0,6	0,4	10,8	6,2	0,9	1,3
<b>Jul</b>		1,9	1,7	2,3	2,0	0,8	1,3	0,9	0,9	0,8	1,9	3,1	2,4	-0,1	0,5	11,7	8,1	1,2	1,4
<b>Ago</b>		1,8	1,6	2,0	1,7	1,1	1,5	1,1	1,0	1,1	2,4	2,5	1,8	0,1	0,4	8,9	6,1	1,4	1,4
<b>Sep</b>	P	2,1	1,8	2,5	2,1	1,2	1,6	1,4	1,0	1,0	2,5	3,1	2,3	0,3	0,6	11,0	7,7	1,4	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. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int))

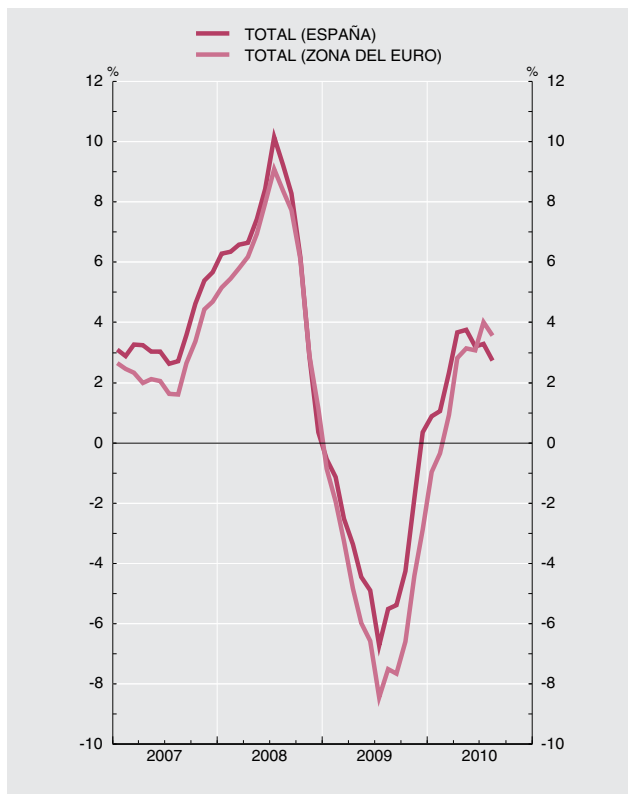
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

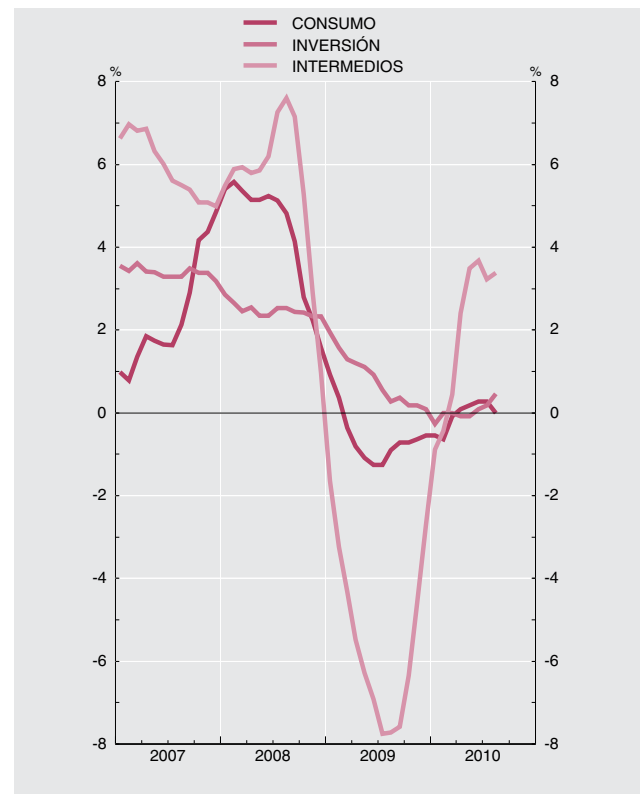
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m <sup>1</sup> <sub>(a)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	m <sup>1</sup> <sub>(a)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	m <sup>1</sup> <sub>(a)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	m <sup>1</sup> <sub>(a)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	m <sup>1</sup> <sub>(a)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
07	MP	109,2	-	3,6	-	2,4	-	3,4	-	5,9	-	1,6	2,7	2,2	2,2	4,6	1,2	
08	MP	116,3	-	6,5	-	4,4	-	2,5	-	5,5	-	14,3	6,1	3,9	2,1	3,9	14,3	
09	MP	112,4	-	-3,4	-	-0,6	-	0,8	-	-5,4	-	-6,8	-5,1	-2,1	0,5	-5,2	-11,5	
09 E-A	MP	112,3	-	-3,7	-	-0,6	-	1,1	-	-5,5	-	-8,2	-4,9	-1,8	0,9	-5,1	-11,6	
10 E-A	MP	115,3	-	2,6	-	-0,1	-	0,0	-	1,9	-	9,2	2,0	-0,1	0,0	2,4	5,0	
09	May	P	111,8	0,1	-4,4	-0,2	-1,1	-	1,1	-0,3	-6,3	1,1	-9,8	-6,0	-2,0	0,6	-5,8	-14,3
	Jun	P	112,5	0,6	-4,9	-	-1,3	-0,1	0,9	-0,2	-6,9	3,2	-10,1	-6,6	-2,4	0,4	-6,5	-15,3
	Jul	P	112,3	-0,2	-6,7	0,1	-1,3	-0,1	0,5	0,2	-7,8	-1,0	-16,0	-8,4	-2,6	0,1	-7,6	-20,2
	Ago	P	113,0	0,6	-5,5	0,5	-0,9	-0,2	0,3	0,4	-7,7	1,6	-11,5	-7,5	-2,6	-0,1	-7,5	-17,1
	Sep	P	112,5	-0,4	-5,4	0,1	-0,7	0,2	0,4	-0,1	-7,6	-2,2	-11,5	-7,7	-2,8	-0,4	-7,4	-17,5
	Oct	P	112,4	-0,1	-4,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,2	-0,1	-6,3	0,6	-8,4	-6,6	-2,9	-0,6	-6,5	-14,5
	Nov	P	112,4	-	-1,8	-0,3	-0,6	-	0,2	-0,4	-4,6	0,8	-0,7	-4,4	-2,4	-0,6	-4,9	-8,7
	Dic	P	112,5	0,1	0,4	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	-2,7	0,2	6,3	-2,9	-2,0	-0,5	-3,5	-5,0	
10	Ene	P	113,6	1,0	0,9	0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,6	-0,9	3,2	6,3	-1,0	-0,7	-0,6	-1,5	-1,5
	Feb	P	113,8	0,2	1,1	-	-0,6	0,2	-	0,3	-0,4	0,4	6,8	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5
	Mar	P	114,6	0,7	2,3	0,1	-0,1	-0,1	-	0,4	0,4	2,2	10,1	0,9	-0,4	-0,3	0,8	3,1
	Abr	P	115,8	1,0	3,7	-	0,1	-	-0,1	1,3	2,4	2,4	13,1	2,8	-0,3	-0,0	2,7	7,9
	May	P	116,0	0,2	3,8	-0,1	0,2	-	-0,1	0,8	3,5	0,2	12,0	3,1	-0,0	0,3	3,9	7,4
	Jun	P	116,1	0,1	3,2	0,1	0,3	0,1	0,1	-	3,7	0,2	8,7	3,1	0,2	0,4	4,3	6,2
	Jul	P	116,0	-0,1	3,3	0,1	0,3	-	0,2	-0,3	3,2	-	9,8	4,0	0,4	0,6	4,5	9,7
	Ago	P	116,1	0,1	2,7	0,2	-	0,1	0,5	0,6	3,4	-1,1	7,0	3,6	0,5	0,5	4,7	7,5

#### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL Tasas de variación interanual



#### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

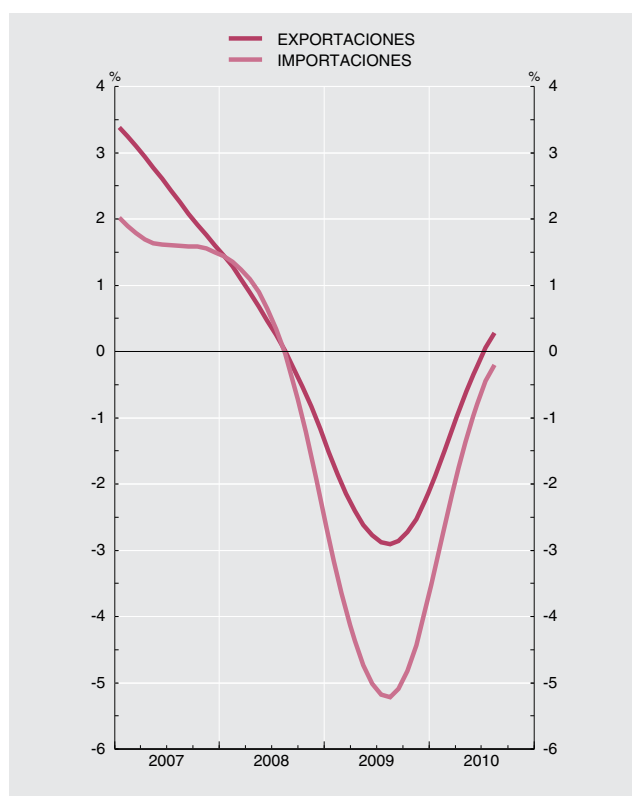
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

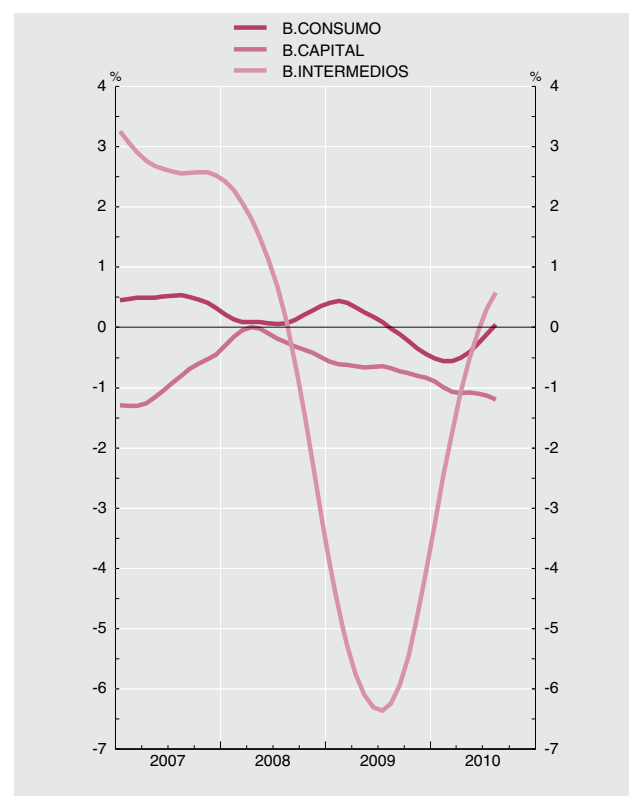
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>07</b>	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
<b>08</b>	1,9	0,7	1,7	2,7	30,9	0,1	3,8	0,1	1,9	5,7	21,3	-0,7
<b>09</b>	-6,8	-2,8	-6,3	-9,6	-29,8	-7,0	-10,6	-3,2	-5,1	-14,4	-27,5	-8,9
<b>09 E-A</b>	-6,4	-2,2	-6,4	-9,2	-27,1	-6,9	-10,2	-0,4	-3,2	-15,1	-31,9	-8,2
<b>10 E-A</b>	1,4	0,9	-7,3	3,3	9,7	3,1	3,4	-1,7	0,7	6,0	25,5	1,4
<b>09 Mar</b>	-4,6	-4,4	-5,9	-4,7	-20,7	-2,6	-7,6	4,9	2,0	-14,3	-31,0	-5,4
<b>09 Abr</b>	-5,1	-0,4	-9,6	-7,9	-23,2	-6,0	-8,6	-0,7	0,3	-13,0	-32,1	-6,2
<b>09 May</b>	-8,3	-3,5	0,2	-12,9	-34,4	-11,2	-10,1	1,4	-6,4	-15,2	-36,6	-8,6
<b>09 Jun</b>	-5,7	1,9	-8,2	-10,3	-30,2	-7,7	-10,7	-1,8	0,1	-15,2	-35,2	-6,5
<b>09 Jul</b>	-7,2	-1,0	-6,2	-11,7	-39,8	-7,5	-13,2	-5,5	5,2	-17,8	-33,6	-10,2
<b>09 Ago</b>	-11,2	-5,1	-8,5	-14,9	-42,1	-10,2	-16,4	-11,3	-15,0	-18,7	-29,7	-12,8
<b>09 Sep</b>	-8,6	-2,4	-16,6	-11,5	-37,8	-7,7	-12,9	-0,5	-17,6	-17,8	-31,3	-12,0
<b>09 Oct</b>	-6,6	-4,7	11,8	-10,7	-38,5	-7,6	-13,8	-12,1	-4,4	-15,8	-26,0	-11,7
<b>09 Nov</b>	-8,6	-5,7	-4,4	-11,4	-37,4	-7,9	-12,5	-14,5	-9,8	-12,0	-15,8	-9,8
<b>09 Dic</b>	-6,7	-2,5	-15,2	-7,9	-26,7	-5,3	-7,2	-8,0	-4,6	-7,3	-2,3	-7,6
<b>10 Ene</b>	-2,9	-3,1	-6,2	-2,3	-8,1	-1,3	-1,5	-6,3	4,5	0,2	14,6	-3,7
<b>10 Feb</b>	-1,8	1,8	-7,7	-3,1	-3,7	-2,2	-0,8	-8,0	-6,7	4,3	24,9	0,3
<b>10 Mar</b>	-1,9	1,6	-13,5	-2,3	0,6	-2,3	-1,2	-8,6	-9,9	4,1	26,5	-1,1
<b>10 Abr</b>	0,3	-4,3	2,2	3,1	13,8	2,4	1,1	-5,3	-5,9	4,6	30,2	-2,0
<b>10 May</b>	4,1	3,0	-15,0	8,8	19,0	8,6	5,2	-7,3	4,8	10,7	38,4	4,5
<b>10 Jun</b>	2,7	1,5	-10,2	6,1	11,4	6,2	6,5	0,6	-2,0	9,5	30,5	3,8
<b>10 Jul</b>	3,8	2,6	-8,0	6,9	17,6	6,0	5,1	7,6	1,3	4,0	17,9	0,6
<b>10 Ago</b>	6,8	4,3	0,2	8,8	26,1	6,9	12,2	13,4	18,5	10,9	21,2	8,8

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

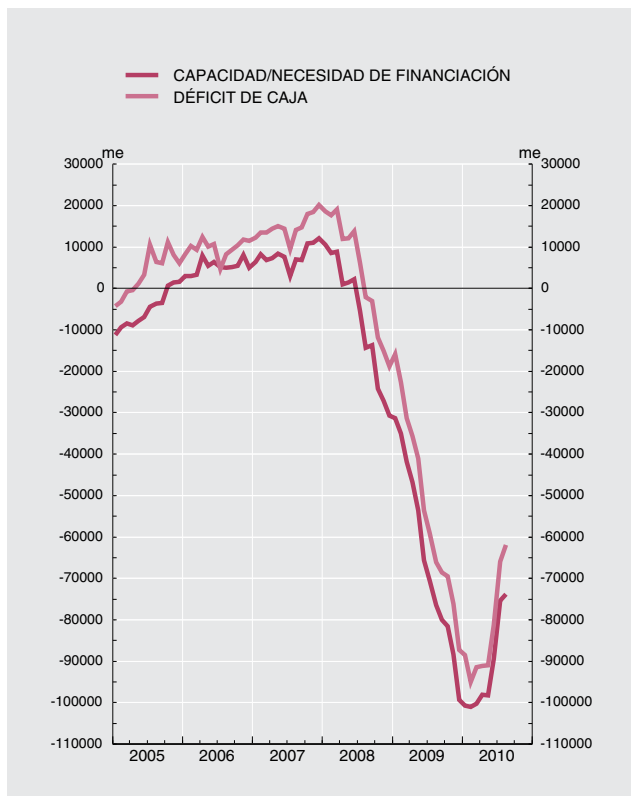
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

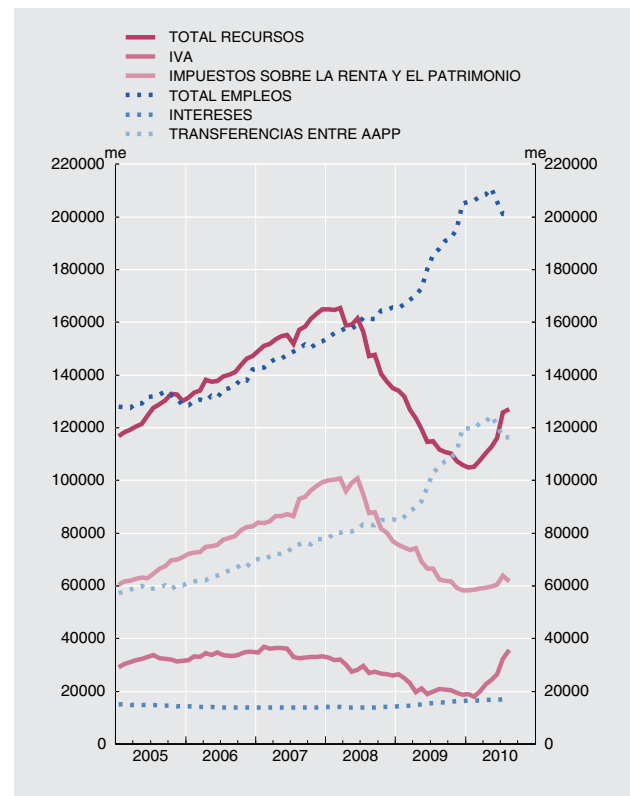
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital					Empleos corrientes y de capital					Pro memoria: déficit de caja				
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14 = 15-16	15	16
05	1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	12 098	165 010	33 332	12 938	6 645	99 240	12 855	152 912	18 006	14 024	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	-30 642	135 104	26 065	12 715	7 006	76 927	12 391	165 746	19 179	14 147	85 333	5 911	41 176	-18 747	129 336	148 082
09	P -99 258	105 827	18 767	11 563	8 144	58 234	9 119	205 085	20 141	16 318	119 693	5 988	42 945	-87 281	102 038	189 319
09 E-A	P -60 325	60 582	9 826	7 308	4 032	35 368	4 048	120 907	12 936	10 768	73 396	1 385	22 422	-62 452	59 181	121 633
10 E-A	A -34 950	81 851	26 755	7 737	3 957	38 775	4 627	116 801	12 970	11 600	69 974	967	21 290	-37 054	78 930	115 984
09 Ago	P -10 510	2 610	-5 428	1 066	404	6 081	487	13 120	1 441	1 373	7 627	190	2 489	-11 506	1 424	12 930
Sep	P -2 484	11 871	3 495	1 142	370	5 644	1 220	14 355	1 426	1 335	8 504	189	2 901	-347	11 521	11 868
Oct	P 3 461	19 609	5 791	1 163	180	11 866	609	16 148	1 511	1 418	9 401	445	3 373	5 198	18 816	13 618
Nov	P -12 224	5 132	-19	1 020	198	2 447	1 486	17 356	1 476	1 371	9 796	602	4 111	-10 907	5 575	16 482
Dic	P -27 686	8 633	-326	930	3 364	2 909	1 756	36 319	2 792	1 426	18 596	3 367	10 138	-18 773	6 946	25 719
10 Ene	A -719	9 217	-496	1 006	330	9 477	-1 100	9 936	1 418	1 453	4 921	120	2 024	-3 590	10 725	14 315
Feb	A 3 971	18 302	12 454	945	220	2 946	1 737	14 331	1 451	1 259	8 322	98	3 201	-4 169	16 805	20 974
Mar	A -11 940	4 278	562	697	1 220	2 690	-891	16 218	1 479	1 430	10 651	18	2 640	-7 787	5 229	13 016
Abr	A 2 976	17 362	5 097	1 099	439	10 181	546	14 386	1 602	1 408	8 517	405	2 454	3 153	16 801	13 648
May	A -13 172	2 529	710	914	264	-229	870	15 701	1 521	1 479	9 877	88	2 736	-10 485	1 746	12 231
Jun	A -10 910	5 090	787	1 108	416	597	2 182	16 000	2 695	1 464	8 690	-57	3 208	-7 916	4 080	11 996
Jul	A 3 928	21 121	9 606	993	546	9 346	630	17 193	1 395	1 568	11 471	187	2 572	1 114	20 944	19 831
Ago	A -9 084	3 952	-1 965	975	522	3 767	653	13 036	1 409	1 539	7 525	108	2 455	-7 374	2 599	9 973

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

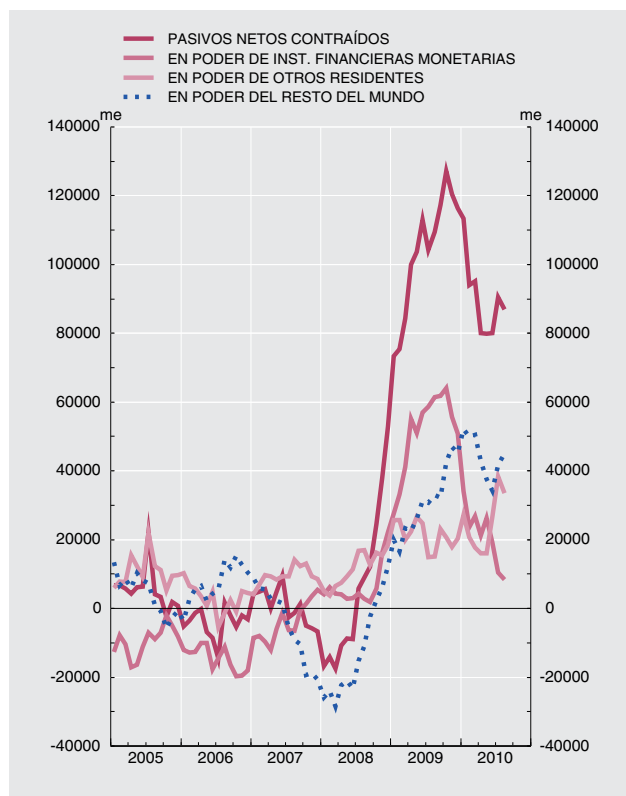
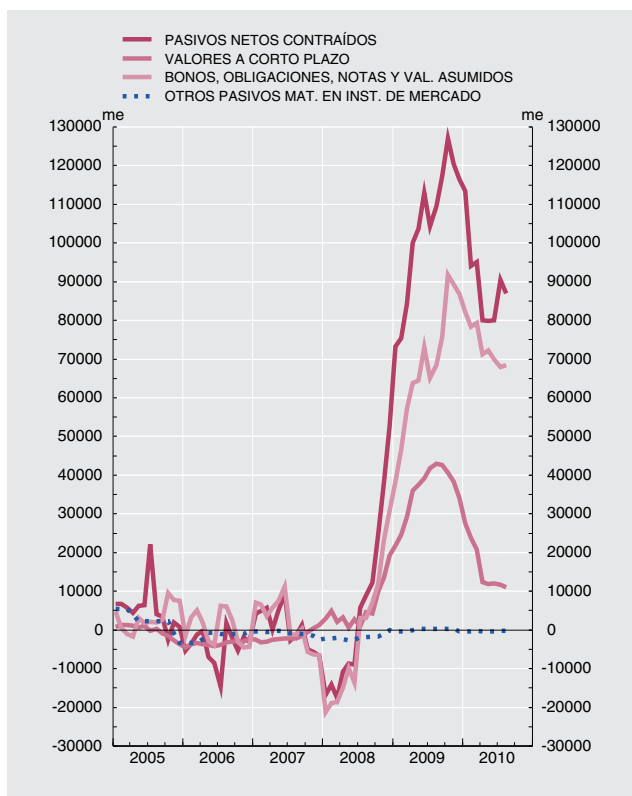
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)				
	Del cual			Del cual						Por instrumentos					Por sectores de contrapartida			
	Total	Depósitos en el Banco de España	Total	Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo			
											Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15				
05	1 590	2 292	0	702	-1 910	-3 771	7 526	-486	-3 411	844	1 460	-8 257	9 717	-758	-142			
06	5 005	1 917	-200	-3 088	-1 197	-2 198	-4 348	-486	-418	4 361	-13 445	-18 000	4 555	10 357	-7 449			
07	12 098	5 382	65	-6 716	-120	1 206	-6 477	-519	-2 495	1 569	13 867	5 342	8 525	-20 582	-8 285			
08	-30 642	22 314	4 337	52 956	1 175	19 355	30 817	-520	-40	3 344	40 724	22 233	18 490	12 232	49 612			
09	P -99 258	17 133	-4 197	116 391	1 503	34 043	86 813	-535	-412	-3 519	71 089	50 763	20 326	45 302	119 910			
09 E-A	P -60 325	5 222	-4 401	65 547	781	24 957	45 537	-535	-11	-4 401	47 631	34 123	13 508	17 916	69 948			
10 E-A	A -34 950	1 208	195	36 158	-884	1 970	27 185	-544	202	7 345	18 437	-8 170	26 607	17 721	28 813			
09 Ago	P -10 510	-5 083	6	5 427	2	3 089	4 367	-	16	-2 045	2 943	1 093	1 849	2 484	7 472			
Sep	P -2 484	15 477	3 900	17 961	1 714	2 076	15 354	-	-30	561	8 760	5 383	3 376	9 202	17 400			
Oct	P 3 461	12 369	5 996	8 908	-997	2 409	8 047	-	-27	-1 521	1 764	3 633	-1 869	7 144	10 428			
Nov	P -12 224	-910	-2 563	11 314	2	4 190	10 655	-	-1	-3 530	2 270	4 977	-2 708	9 044	14 844			
Dic	P -27 686	-15 025	-7 129	12 661	2	411	7 221	-	-343	5 372	10 665	2 647	8 018	1 996	7 289			
10 Ene	A -719	6 902	1 176	7 621	3	-591	-11 818	-	16	20 014	-1 236	-11 267	10 030	8 857	-12 393			
Feb	A 3 971	-10 984	-1 280	-14 955	2	-2 128	9 925	-	-17	-22 734	-10 983	-3 947	-7 036	-3 972	7 780			
Mar	A -11 940	479	-2	12 419	-62	947	12 489	-	22	-1 039	7 294	9 085	-1 791	5 125	13 458			
Abr	A 2 976	4 329	-100	1 353	-15	-3 070	3 173	-544	-32	1 826	5 222	2 523	2 699	-3 869	-472			
May	A -13 172	-4 889	100	8 283	2	597	7 886	-	4	-205	10 464	5 910	4 554	-2 181	8 487			
Jun	A -10 910	3 090	20	14 000	2	1 222	9 090	-	19	3 668	13 414	1 581	11 833	586	10 332			
Jul	A 3 928	9 391	257	5 463	-818	2 500	-8 528	-	175	11 316	-1 737	-11 106	9 369	7 200	-5 853			
Ago	A -9 084	-7 110	23	1 974	2	2 495	4 967	-	13	-5 500	-4 001	-949	-3 052	5 975	7 474			

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

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



FUENTE: BE.

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



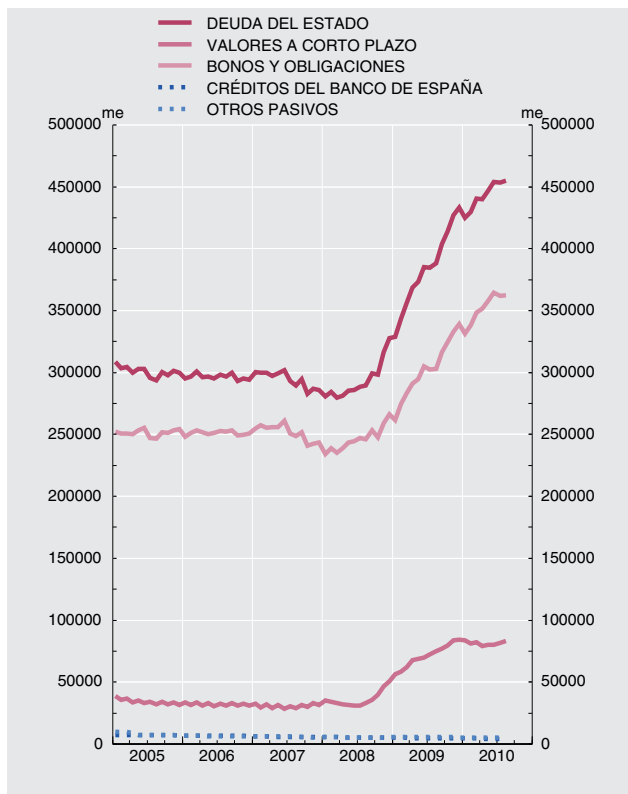
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

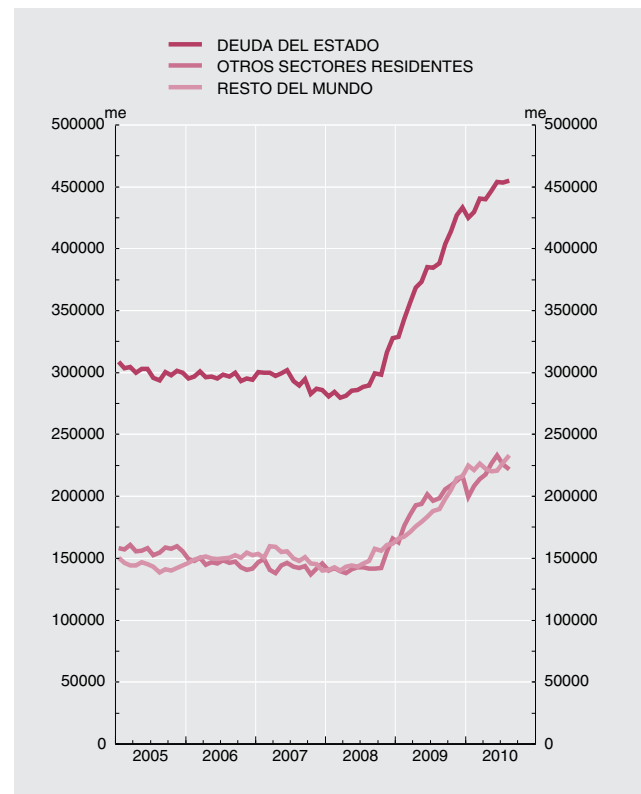
Millones de euros

Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)											Pro memoria:		
Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)	
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>05</b>		299 656	2 154	31 647	254 442	6 902	6 666	178 476	22 810	155 666	143 990	300	6 020
<b>06</b>		294 419	515	31 060	250 702	6 416	6 242	163 799	21 897	141 902	152 517	100	5 794
<b>07</b>		286 090	355	31 644	243 246	5 832	5 367	171 398	25 551	145 847	140 243	165	6 162
<b>08</b>		327 938	63	50 788	266 334	5 249	5 567	200 670	34 511	166 159	161 779	4 502	8 152
<b>09</b>	<i>Ago</i>	P 388 058	68	74 823	303 013	4 665	5 557	244 614	46 213	198 401	189 657	101	47 191
	<i>Sep</i>	P 403 704	66	76 918	316 594	4 665	5 527	251 983	46 282	205 701	198 003	4 001	47 882
	<i>Oct</i>	P 414 027	67	79 370	324 492	4 665	5 500	254 998	46 222	208 776	205 250	9 997	48 134
	<i>Nov</i>	P 426 897	66	83 552	333 181	4 665	5 498	258 770	46 495	212 275	214 622	7 434	53 565
	<i>Dic</i>	P 433 058	68	84 302	338 935	4 665	5 155	262 957	46 140	216 818	216 241	305	58 854
<b>10</b>	<i>Ene</i>	A 424 900	69	83 695	331 368	4 665	5 172	245 942	46 140	199 803	225 098	1 481	60 667
	<i>Feb</i>	A 429 472	67	81 304	338 347	4 665	5 155	256 776	48 420	208 356	221 116	201	61 278
	<i>Mar</i>	A 440 341	0	82 275	348 223	4 665	5 177	263 708	49 568	214 140	226 200	200	61 326
	<i>Abr</i>	A 440 036	0	79 231	351 578	4 082	5 145	269 388	51 683	217 705	222 331	99	62 765
	<i>May</i>	A 446 803	0	79 921	357 651	4 082	5 150	278 836	52 179	226 657	220 147	199	64 284
	<i>Jun</i>	A 453 839	0	80 074	364 514	4 082	5 169	287 771	54 615	233 157	220 683	219	65 418
	<i>Jul</i>	A 453 147	0	81 656	362 064	4 082	5 344	280 603	54 658	225 945	227 202	476	63 794
	<i>Ago</i>	A 454 878	0	83 080	362 359	4 082	5 357	280 649	58 987	221 662	233 216	500	64 760

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

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

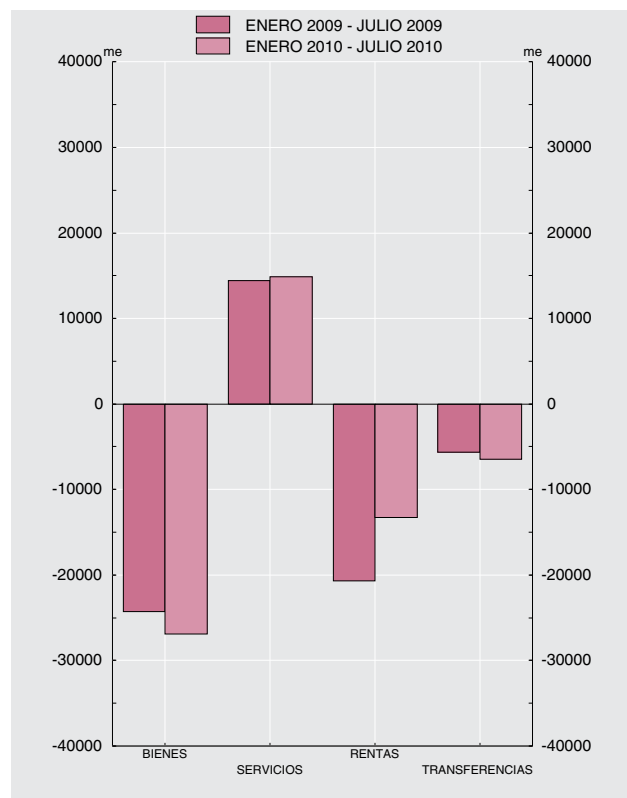
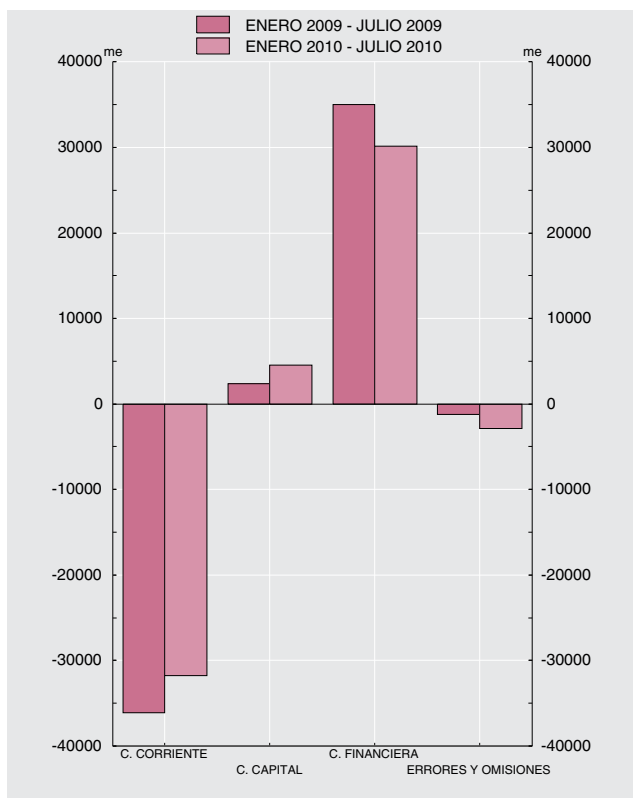
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

		Cuenta corriente (a)											Transfe- rencias de capital (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									
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)	
<b>07</b>	-105 266	-91 116	192 685	283 801	23 051	93 306	42 061	70 255	14 360	-30 055	57 961	88 016	-7 146	4 577	-100 689	101 004	-315
<b>08</b>	P -105 973	P -86 724	192 740	279 464	26 144	97 437	41 901	71 293	13 834	-36 034	54 034	90 067	-9 360	5 474	-100 499	101 975	-1 477
<b>09</b>	P -58 299	P -45 111	160 546	205 657	25 328	88 057	38 125	62 729	12 086	-30 536	40 679	71 215	-7 980	4 057	-54 241	57 580	-3 339
<b>09 E-J</b>	P -36 132	P -24 248	92 914	117 163	14 405	50 741	21 211	36 335	6 484	-20 653	24 411	45 064	-5 636	2 377	-33 755	34 997	-1 242
<b>10 E-J</b>	P -31 731	P -26 870	107 475	134 346	14 907	52 274	21 560	37 367	6 660	-13 293	22 181	35 474	-6 474	4 509	-27 223	30 126	-2 903
<b>09 Abr</b>	P -4 482	P -3 162	13 405	16 567	1 551	6 641	2 519	5 090	836	-1 815	2 872	4 687	-1 055	937	-3 545	2 954	591
<b>May</b>	P -4 065	P -2 857	13 052	15 909	2 610	7 123	3 182	4 513	640	-3 354	3 937	7 291	-464	152	-3 913	3 805	108
<b>Jun</b>	P -3 477	P -2 805	14 033	16 838	2 707	7 921	3 741	5 214	1 143	-2 941	3 366	6 307	-438	150	-3 326	5 427	-2 101
<b>Jul</b>	P -2 056	P -2 820	14 659	17 479	3 573	9 629	4 709	6 056	1 230	-2 388	4 561	6 949	-420	162	-1 895	2 947	-1 053
<b>Ago</b>	P -3 344	P -4 236	10 206	14 442	3 535	8 539	4 906	5 004	1 280	-1 650	2 218	3 869	-992	431	-2 913	3 330	-417
<b>Sep</b>	P -4 671	P -4 981	14 051	19 033	2 489	7 942	4 006	5 453	1 222	-1 472	3 263	4 734	-706	69	-4 602	4 951	-349
<b>Oct</b>	P -4 923	P -3 499	15 211	18 710	2 302	7 928	3 595	5 626	1 131	-2 006	2 650	4 657	-1 720	-4	-4 927	6 415	-1 489
<b>Nov</b>	P -5 166	P -4 437	14 316	18 753	1 218	6 132	2 365	4 914	1 020	-2 637	2 438	5 076	690	396	-4 770	5 531	-761
<b>Dic</b>	P -4 063	P -3 710	13 847	17 557	1 379	6 777	2 041	5 397	951	-2 117	5 698	7 815	384	789	-3 274	2 355	919
<b>10 Ene</b>	P -5 330	P -4 097	12 237	16 334	1 237	6 312	2 433	5 075	877	-1 116	3 078	4 193	-1 354	1 293	-4 037	3 239	798
<b>Feb</b>	P -6 260	P -3 009	14 193	17 202	1 148	6 089	2 087	4 941	910	-2 054	2 217	4 270	-2 345	253	-6 007	6 547	-540
<b>Mar</b>	P -4 665	P -3 723	16 864	20 588	1 540	7 182	2 552	5 642	899	-1 803	2 513	4 316	-679	350	-4 315	7 159	-2 844
<b>Abr</b>	P -5 504	P -4 434	14 819	19 253	1 391	6 512	2 400	5 121	860	-1 409	3 639	5 048	-1 052	132	-5 373	3 292	2 080
<b>May</b>	P -4 493	P -3 609	16 424	20 033	2 598	7 843	3 236	5 245	660	-2 954	3 792	6 746	-528	1 816	-2 677	4 885	-2 209
<b>Jun</b>	P -3 582	P -4 066	16 484	20 549	2 779	8 546	3 846	5 767	1 207	-2 385	3 135	5 520	90	125	-3 457	2 972	485
<b>Jul</b>	P -1 897	P -3 932	16 454	20 387	4 213	9 790	5 006	5 576	1 246	-1 572	3 808	5 380	-606	539	-1 358	2 031	-673

**RESUMEN**

**DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**



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

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

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

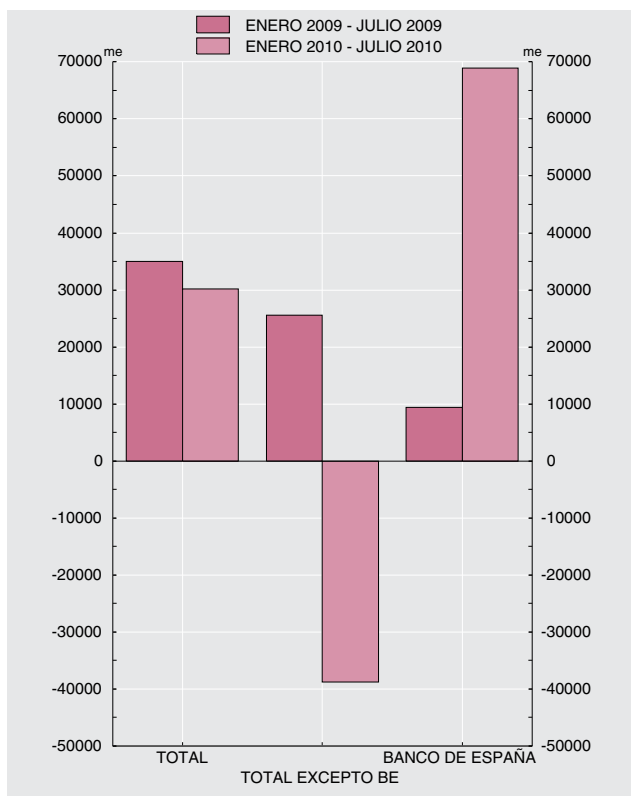
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

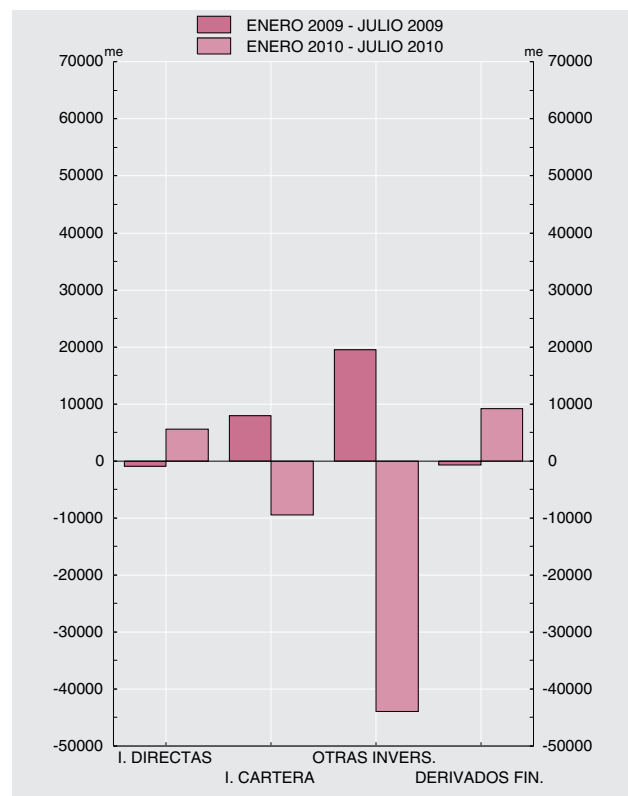
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)		Total, excepto Banco de España											Banco de España				
		Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
			Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
																	1= 2+13
07		101 004	86 682	-53 181	100 135	46 954	104 264	-8 746	95 517	39 693	56 134	95 827	-4 094	14 322	-164	28 329	-13 843
08	P	101 975	71 757	-1 067	51 102	50 036	378	-21 928	-21 550	78 903	12 781	91 684	-6 457	30 218	-645	31 713	-850
09	P	57 580	47 116	-1 103	6 227	5 124	44 921	4 580	49 501	8 964	797	9 761	-5 666	10 464	-1 563	6 146	5 882
09 E-J	P	34 997	25 566	-904	8 855	7 951	7 969	1 252	9 222	19 494	-20 244	-750	-994	9 432	-939	4 286	6 084
10 E-J	P	30 126	-38 756	5 618	-3 589	2 029	-9 508	-33 341	-42 848	-43 975	5 839	-38 135	9 108	68 882	-592	60 931	8 543
09 Abr	P	2 954	8 040	1 175	302	1 477	1 360	-566	794	2 572	-1 423	1 150	2 933	-5 087	-19	-6 379	1 311
May	P	3 805	1 510	-598	0	-597	-3 001	5 121	2 120	5 688	-4 909	779	-579	2 295	-120	1 177	1 237
Jun	P	5 427	-3 659	9 348	-799	8 549	-6 096	6 837	741	-5 542	7 273	1 731	-1 370	9 086	-187	8 321	952
Jul	P	2 947	-584	-1 464	480	-984	8 838	-3 707	5 131	-6 639	-7 852	-14 492	-1 319	3 531	-348	4 015	-136
Ago	P	3 330	-2 828	1 903	695	2 597	6 568	-144	6 424	-9 186	7 093	-2 093	-2 112	6 158	-220	6 099	279
Sep	P	4 951	3 295	1 379	-858	521	3 304	4 008	7 311	-399	7 165	6 766	-988	1 657	6	2 001	-351
Oct	P	6 415	12 607	403	-416	-13	11 916	-321	11 595	448	-383	65	-160	-6 191	-38	-6 159	6
Nov	P	5 531	16 834	-2 395	2 628	233	15 453	848	16 301	4 747	-6 885	-2 139	-971	-11 302	71	-11 663	289
Dic	P	2 355	-8 357	-1 489	-4 677	-6 165	-289	-1 063	-1 352	-6 139	14 051	7 911	-441	10 712	-444	11 581	-425
10 Ene	P	3 239	6 558	-1 244	-11	-1 255	13 698	-3 283	10 415	-6 251	7 243	992	355	-3 319	-2	-3 730	413
Feb	P	6 547	1 858	8 239	-7 269	970	-20 636	-702	-21 338	13 575	-12 348	1 227	680	4 689	-113	4 298	504
Mar	P	7 159	5 383	1 066	441	1 507	817	3 806	4 623	928	-2 557	-1 629	2 572	1 776	1	1 603	172
Abr	P	3 292	10 325	1 314	-1 491	-177	4 711	-8 407	-3 695	3 751	714	4 464	549	-7 032	-6	-7 566	540
May	P	4 885	-35 052	-2 727	3 864	1 137	-9 773	-6 870	-16 643	-23 566	10 438	-13 128	1 013	39 937	-413	42 402	-2 051
Jun	P	2 972	-32 123	-893	-711	-1 604	-4 885	-9 313	-14 198	-28 946	3 127	-25 819	2 601	35 096	-9	27 477	7 627
Jul	P	2 031	4 296	-137	1 587	1 450	6 559	-8 572	-2 013	-3 464	-778	-4 242	1 338	-2 265	-52	-3 552	1 338

**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

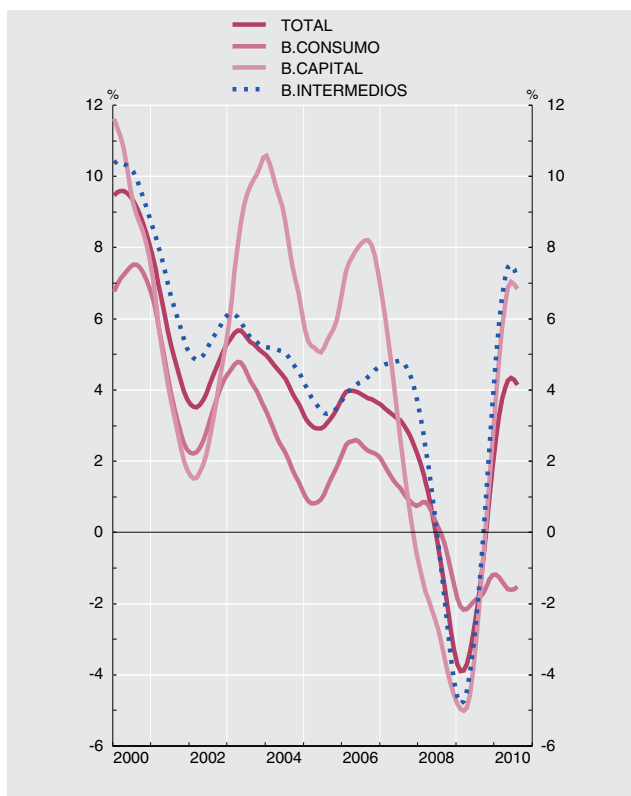
■ Serie representada gráficamente.

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	
<b>03</b>	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-4,9	2,2	38,2	-23,4
<b>04</b>	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,0	5,9	2,0	11,0	3,3	5,6	4,7
<b>05</b>	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,3	4,2	10,2	10,4	11,8	31,4	14,5
<b>06</b>	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,8	8,4	17,7	4,2	34,5	12,8	16,5
<b>07</b>	185 023	8,6	5,9	3,3	5,2	7,8	8,6	7,7	8,0	8,4	7,0	-1,1	22,4	-12,5	23,5	-0,8
<b>08</b>	189 228	2,3	0,5	2,2	-6,6	0,5	17,0	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	29,1	1,0	1,2	4,2
<b>09</b>	159 890	-15,5	-9,4	-4,1	-13,3	-12,5	-21,0	-12,1	-15,5	-13,2	-15,2	-24,4	...	-17,9	-7,7	8,5
<b>09 Jul</b>	P 14 475	-15,8	-9,3	-0,1	-10,0	-15,2	-36,2	-13,9	-13,0	-12,2	-12,6	-11,4	-21,1	-20,3	-15,6	-19,7
<b>09 Ago</b>	P 10 072	-16,9	-6,4	2,2	-5,8	-11,3	-23,0	-10,4	-13,5	-8,5	-15,2	-40,9	-21,3	-20,5	-14,2	-22,0
<b>09 Sep</b>	P 13 871	-19,8	-12,2	-17,4	-1,4	-10,1	-22,1	-9,3	-18,9	-15,8	-18,4	-37,0	-24,8	-27,6	2,2	-16,4
<b>09 Oct</b>	P 14 918	-10,5	-4,2	0,1	-18,2	-4,4	-5,8	-4,4	-9,3	-7,0	-8,7	-27,0	-29,7	-18,4	16,9	-8,6
<b>09 Nov</b>	P 14 068	-1,5	7,7	7,7	-4,8	9,7	-10,9	11,0	1,7	3,0	0,1	-32,1	-26,3	-7,3	37,6	8,4
<b>09 Dic</b>	P 13 661	4,0	11,4	10,8	9,6	12,2	-11,2	13,5	4,4	5,0	1,8	-29,0	-23,7	-8,0	13,0	200,9
<b>10 Ene</b>	P 12 092	9,0	12,3	5,1	1,8	19,6	-1,6	20,8	8,7	7,1	7,9	-24,8	-5,3	29,5	47,9	43,6
<b>10 Feb</b>	P 13 986	12,8	14,8	1,5	16,6	25,6	-16,6	27,6	11,8	13,0	11,7	-3,7	-20,0	30,1	41,2	168,8
<b>10 Mar</b>	P 16 652	21,4	23,8	0,0	42,2	42,3	28,9	42,9	19,3	21,8	19,9	11,4	15,5	22,2	46,8	12,4
<b>10 Abr</b>	P 14 623	10,8	10,5	-8,9	24,9	24,3	29,9	24,0	7,1	4,6	9,0	10,0	9,5	13,5	18,9	17,0
<b>10 May</b>	P 16 213	25,7	20,7	-4,1	88,7	30,7	10,2	31,8	22,9	23,4	23,2	3,3	-13,5	25,1	24,4	35,5
<b>10 Jun</b>	P 16 203	16,6	13,5	-4,4	40,3	23,3	2,5	24,2	14,1	13,5	16,1	17,0	8,8	52,2	15,2	36,0
<b>10 Jul</b>	P 16 379	13,2	9,0	-8,3	-4,5	25,6	38,8	25,0	11,2	12,8	12,7	5,3	1,7	32,3	48,3	47,9
<b>10 Ago</b>	P 12 874	27,8	19,7	3,0	31,2	29,5	39,5	28,9	23,4	19,4	25,4	48,6	25,7	61,8	69,1	38,7

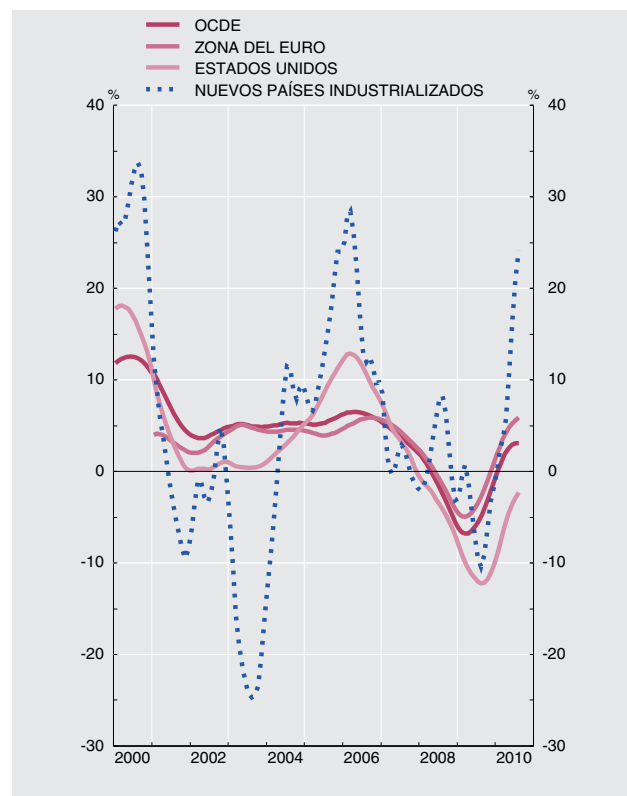
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

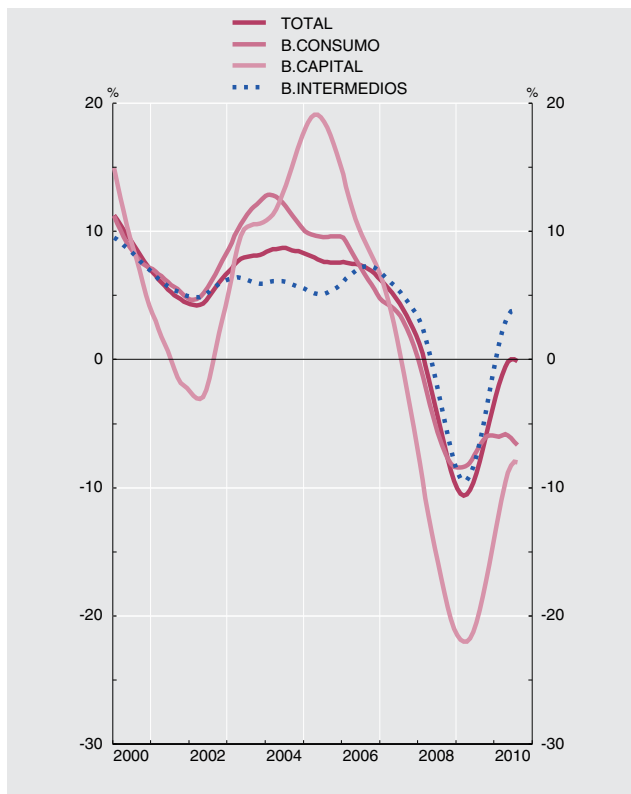
#### 7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

■ Serie representada gráficamente.

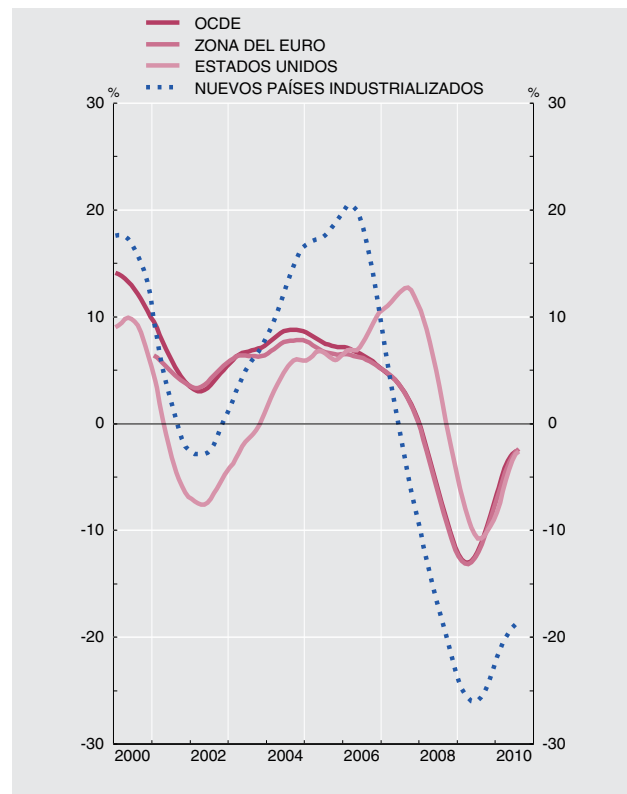
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>03</b>	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	-0,5	12,9	16,6	1,1
<b>04</b>	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	13,4	7,9	26,8	14,6
<b>05</b>	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	39,2	29,3	37,3	11,2
<b>06</b>	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	8,0	8,5	14,7	24,9	24,1	22,7	28,6
<b>07</b>	285 038	8,5	7,4	6,8	7,5	7,5	4,1	8,3	10,5	11,0	9,8	16,4	-4,8	-6,8	28,7	-3,7
<b>08</b>	283 388	-0,6	-4,1	-7,4	-13,7	-1,1	8,2	-2,9	-8,2	-8,8	-7,4	12,9	28,6	16,6	10,8	-16,1
<b>09</b>	206 116	-27,3	-18,6	-12,4	-32,0	-19,1	-13,4	-20,7	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	...	-31,1	-29,5	-31,6
<b>09 Jul</b>	P 17 706	-29,7	-19,1	-9,1	-37,2	-20,8	-19,2	-21,2	-23,4	-26,1	-24,3	-43,6	-37,0	-42,9	-36,9	-13,9
<b>09 Ago</b>	P 14 595	-26,0	-11,4	2,2	-15,9	-16,3	-13,4	-17,2	-19,3	-20,2	-21,5	-34,9	-43,3	-29,9	-29,8	-34,1
<b>09 Sep</b>	P 19 303	-21,9	-10,4	-2,0	-14,0	-13,3	-15,3	-12,8	-14,7	-17,4	-16,6	-24,0	-37,4	-14,2	-32,6	-37,9
<b>09 Oct</b>	P 18 828	-19,3	-6,4	6,5	-25,1	-8,9	-7,0	-9,3	-14,5	-17,5	-15,7	-11,3	-34,0	-32,4	-20,8	-31,1
<b>09 Nov</b>	P 18 923	-6,5	6,8	11,1	-5,3	6,8	0,6	8,4	-4,9	-6,7	-5,5	-5,5	-14,5	-20,8	-10,2	-28,2
<b>09 Dic</b>	P 17 733	-11,7	-4,8	-6,0	-18,2	-1,7	-16,3	3,0	-7,6	-7,7	-12,3	-34,2	-15,8	-6,3	-10,8	-21,7
<b>10 Ene</b>	P 16 601	6,5	8,1	-9,1	-10,3	19,4	8,0	22,7	7,9	3,2	6,0	-12,0	28,7	-3,6	0,0	-6,0
<b>10 Feb</b>	P 17 548	-3,9	-3,2	-24,5	-2,6	8,2	-18,5	17,4	-8,6	-15,0	-9,1	-31,6	4,5	4,0	8,5	-2,8
<b>10 Mar</b>	P 20 945	20,6	22,0	2,9	8,3	33,8	11,2	40,2	17,0	12,6	15,6	6,1	40,0	36,4	47,0	47,2
<b>10 Abr</b>	P 19 628	16,6	15,4	-0,2	11,1	23,6	6,7	28,4	8,6	5,9	9,9	-1,8	57,7	25,2	22,9	13,0
<b>10 May</b>	P 20 378	26,1	19,9	11,8	9,2	25,4	1,0	32,4	19,3	10,1	19,9	17,2	19,3	64,3	52,6	8,4
<b>10 Jun</b>	P 20 914	22,1	14,7	-2,4	19,4	22,7	13,8	24,9	12,1	10,0	13,3	10,1	56,9	41,1	44,1	26,7
<b>10 Jul</b>	P 20 666	16,7	11,0	-13,4	15,8	22,9	9,9	26,4	9,1	10,5	11,3	49,5	39,3	35,1	44,2	-18,2
<b>10 Ago</b>	P 17 334	18,8	5,8	-11,9	11,1	14,3	-0,4	19,2	8,2	8,1	7,9	21,8	30,4	57,5	41,8	4,0

**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 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.

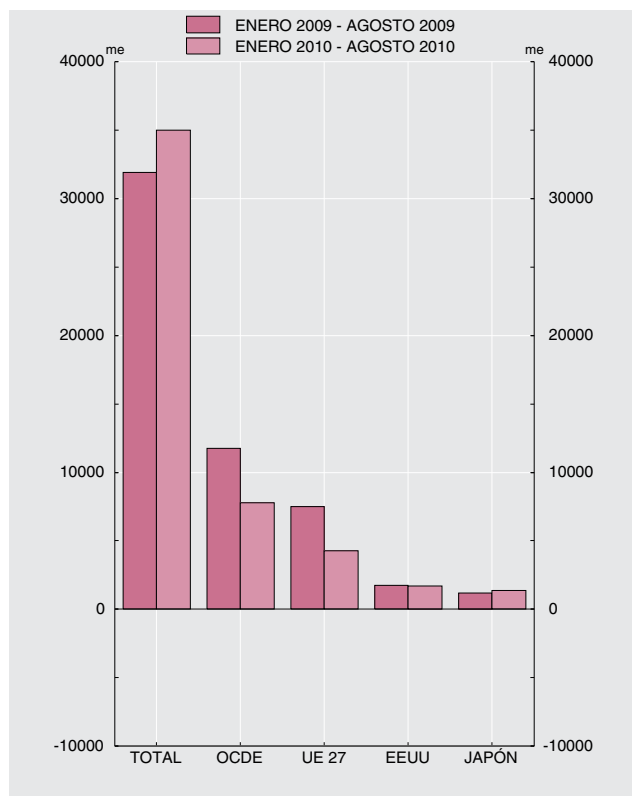
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**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**

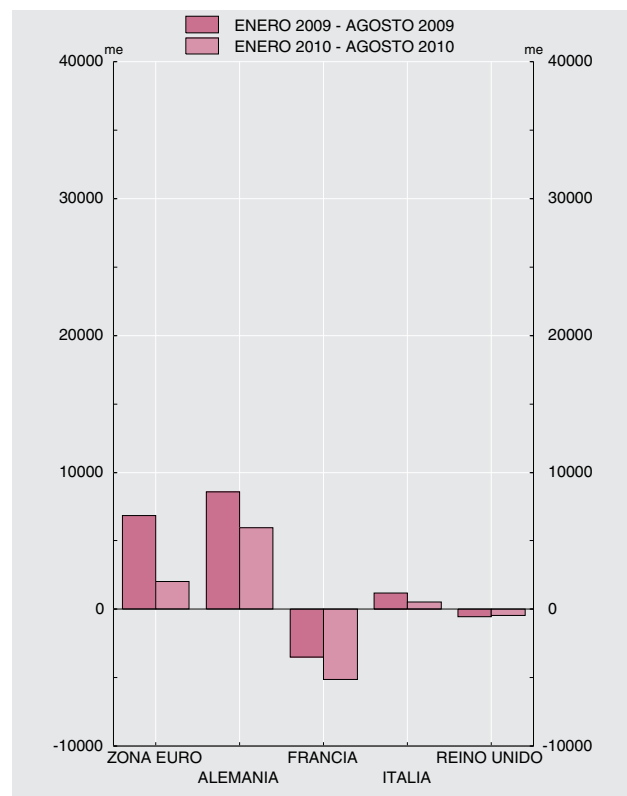
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 27)						OCDE					12	13	14	15		
		2=3+7	Zona del Euro			Resto de la UE 27		9	Del cual:			10					11	
			3	Del cual:			7		8	Total	EEUU							Japón
				4	5	6												
<b>04</b>	-61 486	-25 991	-25 267	-16 282	-3 353	-5 671	-724	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 321	-1 784	-7 369	-3 104			
<b>05</b>	-77 950	-30 703	-29 422	-16 749	-3 112	-6 938	-1 281	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-14 136	-3 089	-10 182	-3 411			
<b>06</b>	-92 249	-33 547	-32 172	-18 689	-1 625	-7 184	-1 375	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 576	-3 316	-12 647	-4 564			
<b>07</b>	-100 015	-40 176	-38 176	-23 752	-214	-8 375	-2 000	133	-53 745	-2 555	-4 779	-16 423	-3 477	-16 366	-4 347			
<b>08</b>	-94 160	-26 262	-26 264	-19 612	3 019	-6 608	1	356	-39 284	-3 739	-3 663	-21 099	-4 971	-18 340	-3 296			
<b>09</b>	-46 227	-9 068	-6 762	-9 980	6 787	-1 847	-2 306	187	-15 547	-2 742	-1 958	...	-2 641	-12 471	-1 532			
<b>09 Jul</b> P	-3 231	-420	-270	-799	670	-200	-150	116	-672	110	-161	-990	-139	-1 080	-212			
<b>09 Ago</b> P	-4 523	-1 389	-985	-765	109	-252	-404	-14	-1 862	-160	-137	-1 100	-226	-1 085	-111			
<b>09 Sep</b> P	-5 432	-1 590	-963	-1 187	429	-29	-627	-282	-2 101	-277	-152	-1 161	-574	-1 196	-140			
<b>09 Oct</b> P	-3 909	-939	-533	-839	497	-146	-406	-94	-1 311	-269	-209	-1 227	-149	-1 083	-153			
<b>09 Nov</b> P	-4 855	-1 202	-902	-879	389	-308	-299	47	-1 910	-294	-213	-1 177	-259	-1 101	-159			
<b>09 Dic</b> P	-4 071	-1 341	-978	-879	338	-285	-363	20	-1 865	-140	-142	-1 191	-205	-1 104	129			
<b>10 Ene</b> P	-4 510	-489	-292	-656	540	-59	-198	44	-1 141	-293	-187	-1 314	-239	-1 218	-128			
<b>10 Feb</b> P	-3 562	-393	-15	-713	874	-89	-378	50	-757	-195	-157	-1 324	-109	-1 172	133			
<b>10 Mar</b> P	-4 292	-242	75	-874	808	-77	-317	57	-813	-263	-225	-1 434	-534	-1 279	-239			
<b>10 Abr</b> P	-5 004	-1 040	-868	-891	665	-201	-172	69	-1 665	-234	-181	-1 570	-368	-1 094	-169			
<b>10 May</b> P	-4 165	-620	42	-652	757	78	-662	-119	-1 030	-229	-221	-1 252	-430	-1 257	-114			
<b>10 Jun</b> P	-4 711	-728	-372	-859	753	-48	-356	114	-1 089	-225	-177	-1 599	-291	-1 330	-128			
<b>10 Jul</b> P	-4 288	-258	-121	-760	567	-118	-137	240	-596	-151	-111	-1 610	-201	-1 551	-75			
<b>10 Ago</b> P	-4 460	-510	-460	-553	156	8	-50	-18	-688	-106	-133	-1 457	-342	-1 503	-74			

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: ME.

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

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

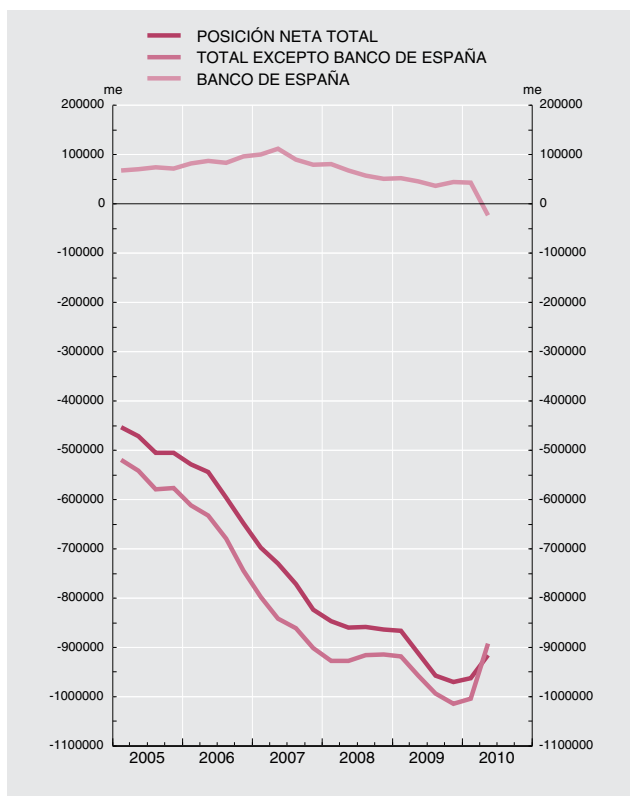
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

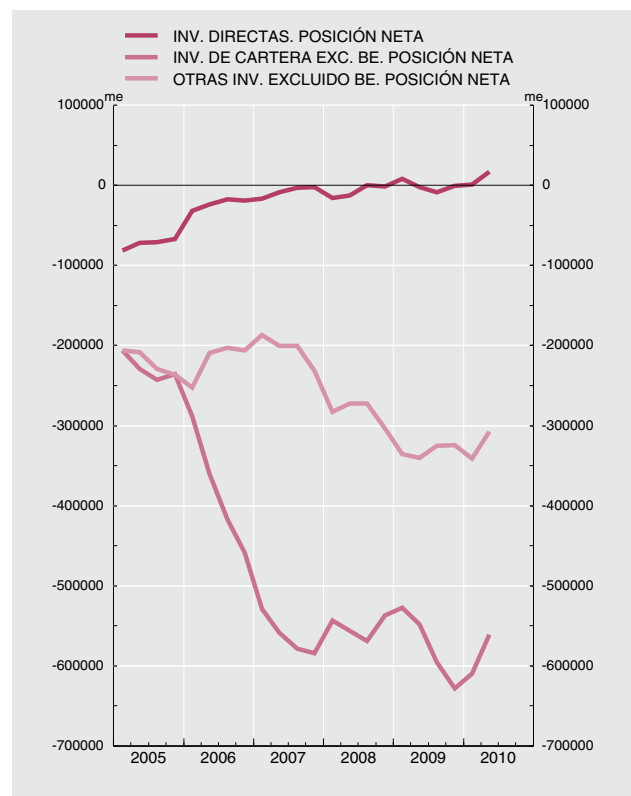
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros (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
02 R	-303,1	-363,7	-89,2	156,0	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	...	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-354,3	-410,3	-93,9	175,0	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	...	56,1	21,2	18,3	16,6
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7
05	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1
06	-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 II	-729,5	-841,6	-9,0	359,4	368,4	-616,0	469,5	1 085,5	-200,7	362,8	563,5	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
III	-771,4	-861,1	-2,8	364,4	367,2	-640,1	453,7	1 093,9	-200,3	384,5	584,8	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
IV	-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 I	-846,5	-927,1	-16,2	393,8	409,9	-607,6	414,2	1 021,9	-282,6	381,2	663,8	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
II	-859,8	-927,0	-12,3	408,4	420,7	-618,4	395,7	1 014,1	-272,8	417,0	689,8	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
III	-859,1	-916,1	0,1	423,2	423,1	-631,8	382,3	1 014,1	-272,7	422,9	695,6	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
IV	-863,8	-914,8	-1,6	423,3	425,0	-603,0	355,1	958,0	-303,8	386,6	690,3	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
09 I	-866,4	-918,6	8,0	433,5	425,5	-590,8	343,1	933,9	-335,9	374,6	710,5	0,0	52,3	15,7	-27,4	64,0
II	-912,0	-957,4	-2,2	439,2	441,4	-608,1	364,3	972,3	-340,0	370,6	710,6	-7,3	45,4	15,1	-30,5	60,7
III	-957,2	-994,1	-8,4	435,7	444,1	-655,7	378,1	1 033,8	-325,1	364,7	689,8	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2
IV	-970,6	-1 014,8	-0,9	437,3	438,3	-688,3	381,1	1 069,4	-324,6	370,4	695,0	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9
10 I	-961,9	-1 004,2	0,8	441,9	441,1	-669,6	387,5	1 057,1	-341,2	363,9	705,2	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0
II	-915,5	-892,2	17,2	458,9	441,7	-614,1	361,0	975,1	-307,3	368,4	675,6	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1

### 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.

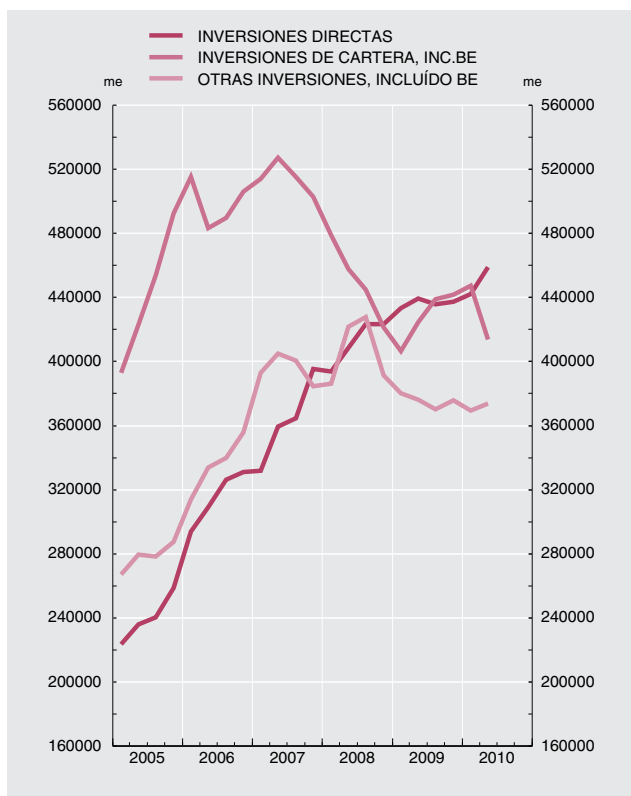
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

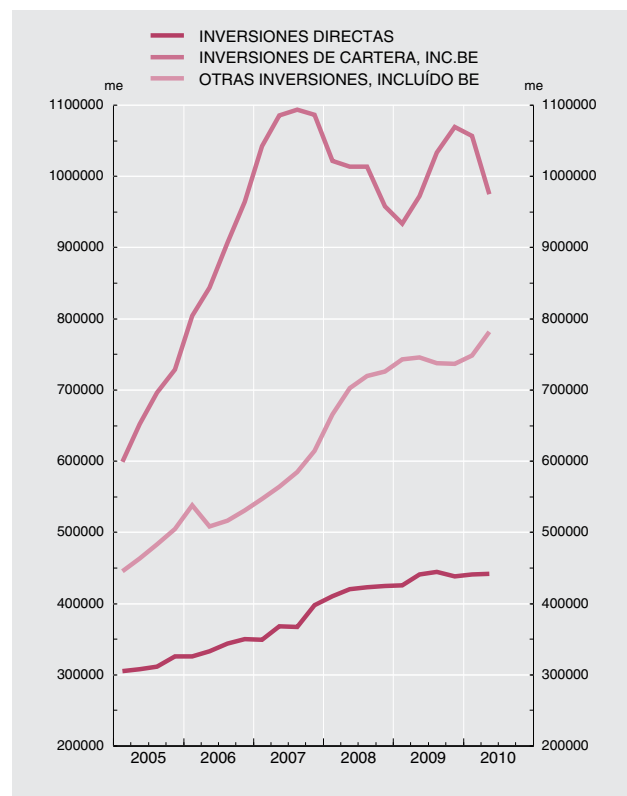
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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 1	Financiación entre empresas relacionadas 2	Acciones y otras participaciones de capital 3	Financiación entre empresas relacionadas 4	Acciones y participaciones en fondos de inversión 5	Otros valores negociables 6	Acciones y participaciones en fondos de inversión 7	Otros valores negociables 8					
<b>02</b>	R	139 178	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
<b>03</b>		160 519	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
<b>04</b>		189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
<b>05</b>		236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
<b>06</b>		307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
<b>07</b>	II	343 686	15 742	282 940	85 477	153 730	373 421	266 845	818 657	404 872	563 954	39 921	55 856
	III	342 733	21 695	284 973	82 250	142 096	373 186	269 798	824 065	400 443	585 099	44 181	62 069
	IV	368 306	27 086	307 278	90 696	132 955	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
<b>08</b>	I	367 154	26 624	322 384	87 559	103 793	374 981	235 984	785 876	386 110	665 607	53 297	74 001
	II	380 787	27 597	329 361	91 363	97 664	360 046	216 631	797 428	421 832	702 168	58 579	82 016
	III	392 496	30 670	324 109	98 941	82 946	362 029	200 218	813 893	427 684	719 855	70 066	81 757
	IV	392 315	31 020	321 296	103 680	63 402	357 842	170 236	787 812	391 377	725 579	108 278	114 027
<b>09</b>	I	400 889	32 598	320 727	104 740	55 233	351 435	142 238	791 674	380 060	743 003	111 670	111 538
	II	407 986	31 218	320 304	121 058	62 932	361 619	177 744	794 571	376 066	746 172	92 879	100 032
	III	407 222	28 491	325 598	118 536	74 300	364 469	219 037	814 718	370 196	737 338	85 194	90 098
	IV	408 869	28 480	325 938	112 326	81 642	360 049	223 266	846 100	375 829	736 388	77 449	78 498
<b>10</b>	I	414 054	27 879	329 354	111 739	92 397	354 900	199 928	857 137	369 384	748 825	93 867	88 286
	II	431 162	27 772	330 829	110 873	90 718	323 144	174 698	800 369	373 811	781 517	118 303	106 528

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

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



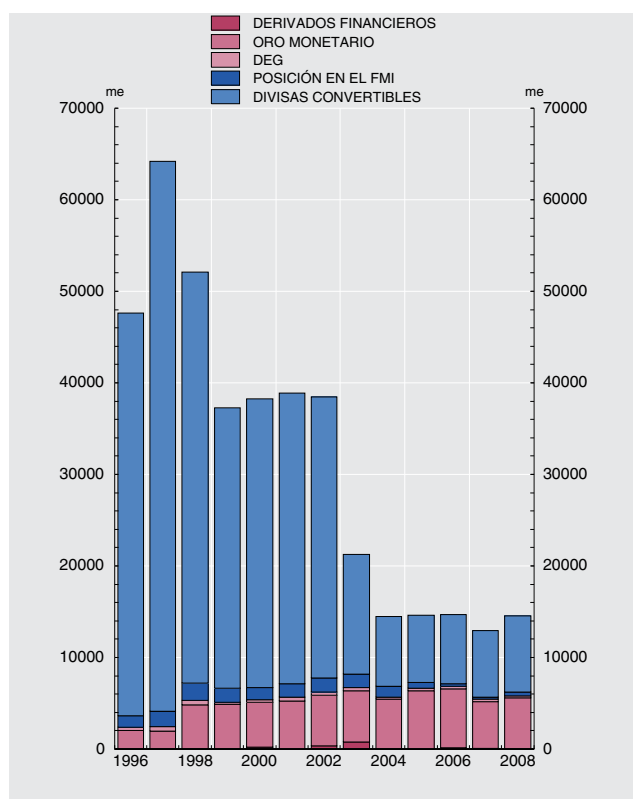
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

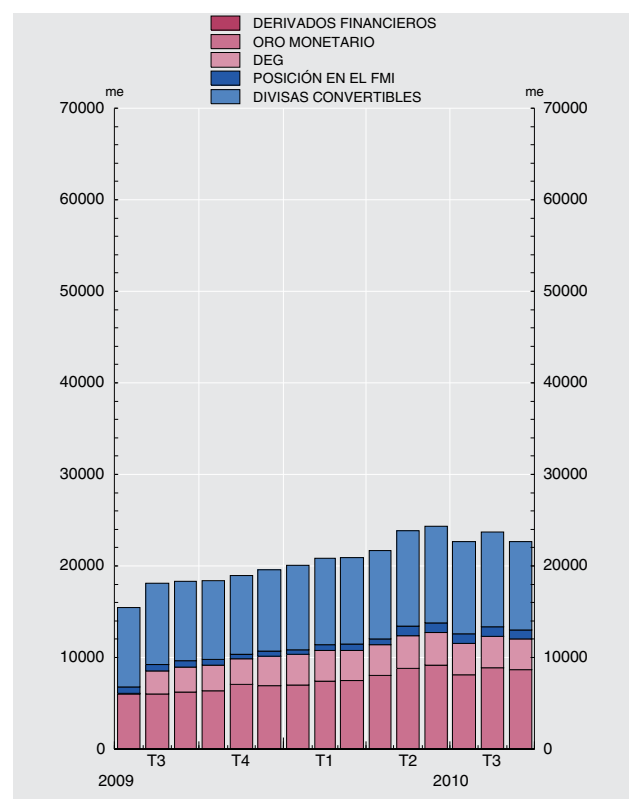
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>04</b>	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>05</b>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06</b>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08</b>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09</b>							
<i>Abr</i>	15 490	8 713	560	168	6 050	-	9,1
<i>May</i>	15 225	8 180	632	156	6 257	-	9,1
<i>Jun</i>	15 142	8 372	693	48	6 028	-	9,1
<i>Jul</i>	15 454	8 693	693	51	6 017	-	9,1
<i>Ago</i>	18 106	8 860	692	2 531	6 023	-	9,1
<i>Sep</i>	18 301	8 644	682	2 785	6 191	-	9,1
<i>Oct</i>	18 402	8 578	678	2 767	6 379	-	9,1
<i>Nov</i>	18 946	8 570	533	2 761	7 083	-	9,1
<i>Dic</i>	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
<b>10</b>							
<i>Ene</i>	20 047	9 177	554	3 296	7 020	-	9,1
<i>Feb</i>	20 859	9 456	662	3 344	7 396	-	9,1
<i>Mar</i>	20 918	9 473	661	3 332	7 452	-	9,1
<i>Abr</i>	21 657	9 627	644	3 352	8 034	-	9,1
<i>May</i>	23 870	10 444	1 078	3 509	8 839	-	9,1
<i>Jun</i>	24 353	10 555	1 091	3 537	9 169	-	9,1
<i>Jul</i>	22 626	10 029	1 055	3 412	8 130	-	9,1
<i>Ago</i>	23 717	10 368	1 018	3 466	8 865	-	9,1
<i>Sep</i>	22 641	9 629	995	3 320	8 697	-	9,1

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

### 7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

*Saldos a fin de periodo* *Millones de euros*

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
<b>06</b> //	1 258 491	213 347	3 620	348	191 381	17 998	-	580 931	2 186	268 495	208 797	101 453
///	1 308 130	214 181	6 070	1 472	188 569	18 070	-	602 379	5 274	267 227	225 647	104 232
IV	1 370 277	215 585	4 836	665	191 871	18 213	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352
<b>07</b> /	1 462 506	219 394	4 901	40	195 781	18 672	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027
//	1 523 843	215 134	5 446	443	190 503	18 742	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341
///	1 542 085	207 145	4 820	1 329	182 455	18 541	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140
IV	1 563 730	197 835	4 653	878	173 266	19 038	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300
<b>08</b> /	1 596 258	200 163	6 329	558	173 668	19 607	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
//	1 650 936	202 266	5 594	162	177 009	19 501	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
///	1 689 698	217 754	9 722	494	187 624	19 914	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
IV	1 671 533	233 763	12 480	2 099	198 366	20 818	-	766 311	12 224	400 691	249 210	104 187
<b>09</b> /	1 694 286	242 477	15 801	480	204 659	21 537	-	783 746	15 198	411 446	248 405	108 696
//	1 721 495	255 956	21 125	978	211 201	22 652	-	784 190	14 200	409 692	250 957	109 341
///	1 734 282	275 063	31 005	708	219 327	24 023	-	768 456	14 217	391 123	256 689	106 426
IV	1 766 691	298 947	44 479	532	229 481	24 456	-	781 478	14 873	384 509	260 047	122 049
<b>10</b> /	1 787 836	317 694	51 915	117	240 280	25 382	-	788 184	16 642	392 162	257 003	122 377
//	1 765 093	295 589	40 717	194	228 348	26 330	-	732 574	12 157	357 344	240 875	122 198

### 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
<b>06</b> //	328	328	351 173	4 283	18 432	338	226 684	100 123	352	961	112 712	47 702	65 010
///	316	316	374 113	4 641	22 224	838	244 071	101 073	348	918	117 140	51 141	65 999
IV	281	281	411 407	4 786	22 967	702	275 114	106 946	338	555	120 168	49 588	70 581
<b>07</b> /	322	322	456 149	5 303	21 653	550	317 258	109 572	334	1 479	128 544	50 040	78 504
//	423	423	482 312	5 418	27 035	1 066	336 291	110 523	331	1 647	141 233	50 464	90 769
///	277	277	494 727	2 553	22 020	854	345 252	122 021	339	1 688	132 920	52 206	80 714
IV	3 550	3 550	493 937	701	20 981	314	343 564	126 473	331	1 573	144 292	55 165	89 128
<b>08</b> /	1 855	1 855	480 937	927	19 625	473	328 226	129 235	320	2 132	144 774	56 001	88 773
//	12 326	12 326	490 919	6 217	20 613	1 465	327 505	132 753	317	2 047	151 339	61 219	90 120
///	24 276	24 276	499 227	18 093	22 846	1 342	318 792	135 965	323	1 865	155 950	62 435	93 515
IV	35 233	35 233	478 085	13 329	21 037	2 668	302 204	136 703	322	1 821	158 142	65 042	93 100
<b>09</b> /	32 491	32 491	475 963	20 066	17 553	3 275	287 545	144 842	356	2 327	159 610	69 882	89 727
//	35 596	35 596	465 002	18 962	15 982	2 416	278 126	146 565	349	2 601	180 752	90 757	89 994
///	47 538	47 538	460 999	13 242	14 738	2 322	280 237	147 346	383	2 731	182 226	89 910	92 316
IV	41 400	41 400	460 663	17 975	12 403	2 052	279 244	145 744	383	2 860	184 203	92 605	91 598
<b>10</b> /	43 673	43 673	456 411	14 634	13 064	2 895	276 663	145 225	389	3 540	181 874	87 952	93 922
//	105 881	105 881	447 842	12 995	15 671	4 033	265 277	145 930	397	3 540	183 207	89 462	93 744

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 marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)			
	1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13	
<b>09</b>	<i>Abr</i>	629 124	241 479	430 873	-4 722	-	876	39 381	401 450	755 635	142 817	519 780	-22 778	227 674
	<i>May</i>	602 531	235 969	406 653	-5 146	-	229	35 175	394 929	758 300	139 329	497 607	5 093	207 602
	<i>Jun</i>	615 980	254 069	416 844	-2 632	-	2 197	54 498	391 872	761 763	145 461	468 695	46 656	224 107
	<i>Jul</i>	603 864	99 510	705 934	-11 999	-	359	189 939	379 226	768 836	133 472	435 791	87 291	224 638
	<i>Ago</i>	568 759	78 661	660 858	-11 350	-	313	159 724	359 004	770 627	121 583	428 744	104 462	209 755
	<i>Sep</i>	583 939	83 418	607 221	-8 868	-	453	98 285	366 742	767 611	138 331	423 839	115 361	217 196
	<i>Oct</i>	586 961	58 731	637 669	-7 713	-	250	101 977	373 107	770 074	146 353	416 440	126 880	213 854
	<i>Nov</i>	580 453	52 295	604 677	-9 113	-	698	68 104	367 577	772 428	148 924	409 556	144 220	212 876
	<i>Dic</i>	575 400	58 968	623 882	-5 640	-	349	102 159	355 555	794 597	128 705	402 181	165 567	219 846
<b>10</b>	<i>Ene</i>	541 473	61 899	664 650	-12 329	-	406	173 153	334 353	789 929	118 932	427 124	147 384	207 120
	<i>Feb</i>	534 339	72 624	647 446	-13 528	-	930	173 132	319 842	783 511	116 580	426 226	154 023	214 497
	<i>Mar</i>	521 898	79 925	644 676	-12 804	-	500	190 400	303 560	788 465	109 183	429 090	164 999	218 338
	<i>Abr</i>	518 251	72 798	663 740	-13 286	-	183	205 184	306 870	795 902	117 289	457 309	149 012	211 381
	<i>May</i>	518 635	97 546	692 289	-24 199	-	1 178	248 178	293 449	803 187	117 440	461 565	165 612	225 187
	<i>Jun</i>	496 616	129 940	713 202	-58 607	-	304	288 223	275 553	808 910	133 527	463 359	203 525	221 063
	<i>Jul</i>	447 504	197 804	418 108	-43 633	-	261	125 035	245 431	817 565	103 637	543 196	132 575	202 074
	<i>Ago</i>	428 464	156 847	436 311	-69 674	-	569	95 589	220 146	817 554	81 380	543 363	135 425	208 318
	<i>Sep</i>	447 722	154 228	432 260	-67 794	-	547	71 520	223 098	813 964	97 492	543 285	145 074	224 624

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros						Contrapartidas								
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
	14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28
<b>09</b>	<i>Abr</i>	67 434	20 482	48 530	-314	-	1 264	29 462	-5 447	16 532	80 098	27 400	19 354	71 611	26 887
	<i>May</i>	67 668	23 171	46 028	-509	-	1 022	26 575	-5 447	21 139	79 163	31 162	18 427	70 759	25 400
	<i>Jun</i>	70 703	29 661	46 695	-118	-	5 535	29 962	-5 447	19 221	79 275	27 795	16 672	71 177	26 966
	<i>Jul</i>	73 283	14 765	78 806	-940	-	19 347	31 501	-5 447	21 655	80 103	27 471	15 336	70 583	25 574
	<i>Ago</i>	74 820	10 000	78 007	-845	-	2 123	42 474	-5 447	11 760	79 228	18 251	15 110	70 609	26 033
	<i>Sep</i>	79 591	11 743	72 170	-722	-	4 360	48 155	-5 447	10 457	77 716	18 261	15 040	70 481	26 427
	<i>Oct</i>	82 534	5 940	82 025	-579	-	4 852	44 070	-5 447	16 653	77 235	23 601	14 900	69 283	27 257
	<i>Nov</i>	79 011	6 453	74 472	-755	-	1 159	32 264	-5 447	27 120	76 566	40 008	14 921	74 533	25 073
	<i>Dic</i>	76 105	2 801	78 640	-495	-	4 841	33 623	-5 447	21 154	78 779	33 805	14 918	76 513	26 775
<b>10</b>	<i>Ene</i>	77 318	591	88 649	-1 383	-	3 105	38 790	-5 447	17 774	78 093	31 878	16 160	76 037	26 201
	<i>Feb</i>	76 269	1 118	87 564	-1 254	-	2 116	40 278	-5 447	15 831	76 555	32 241	16 195	76 770	25 607
	<i>Mar</i>	81 881	1 504	88 688	-759	-	0 752	47 978	-5 447	13 216	76 922	30 454	16 266	77 895	26 134
	<i>Abr</i>	74 603	1 351	89 436	-861	-	15 323	41 475	-5 447	12 505	76 714	30 938	17 390	77 757	26 070
	<i>May</i>	85 618	7 984	97 566	-1 785	-	2 185	53 407	-5 447	10 853	76 313	30 862	17 638	78 683	26 805
	<i>Jun</i>	126 300	30 119	106 371	-607	-	55 968	92 411	-5 447	13 914	76 968	31 662	17 802	76 914	25 422
	<i>Jul</i>	130 209	31 057	108 960	-305	-	9 503	102 620	-5 447	8 311	78 104	21 305	20 533	70 565	24 725
	<i>Ago</i>	109 793	15 500	110 128	-5 902	-	9 933	88 651	-5 447	3 398	77 088	17 100	20 528	70 262	23 191
	<i>Sep</i>	97 682	7 334	104 423	-5 454	-	8 620	77 026	-5 447	-368	75 443	15 414	20 479	70 746	26 471

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

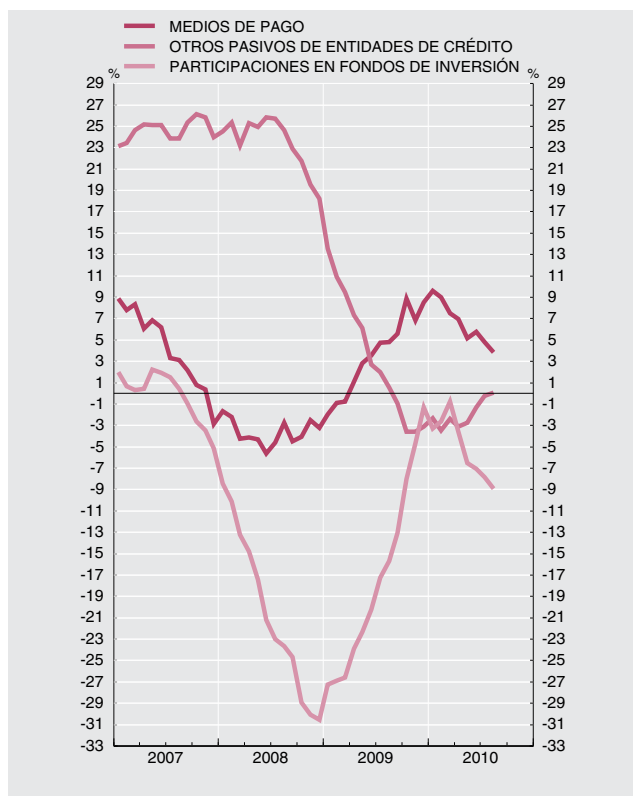
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

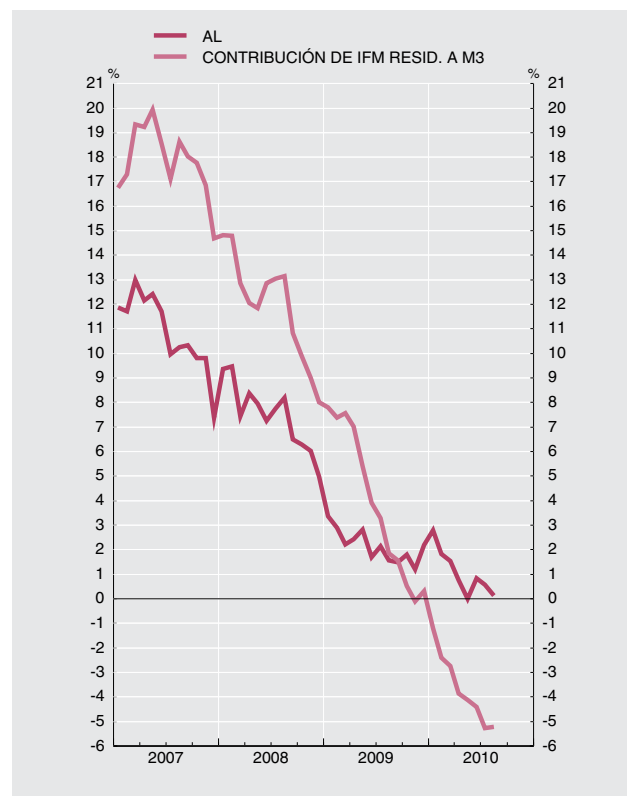
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		AL (e)	Contribución de IFM resid. a M3
			Efectivo	Depósitos (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de entidades de crédito	Depósitos en sucursales en exterior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>07</b>	497 886	-2,9	2,3	-4,1	461 588	24,0	29,8	-0,0	-10,7	213 263	-5,2	-2,3	-7,3	7,4	14,7
<b>08</b>	481 724	-3,2	0,6	-4,2	545 685	18,2	24,3	-19,7	-8,9	148 107	-30,6	-16,7	-41,3	5,0	8,0
<b>09</b>	522 693	8,5	0,5	10,6	528 639	-3,1	-1,3	-14,6	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,2	0,3
<b>09</b>															
May	490 533	2,8	3,2	2,7	540 705	6,1	9,7	-16,7	-25,5	146 944	-22,3	-15,1	-29,4	2,8	5,4
Jun	505 261	3,6	3,2	3,7	537 139	2,7	7,2	-20,4	-48,7	143 622	-20,2	-14,5	-26,0	1,7	3,9
Jul	502 568	4,8	3,8	5,0	538 216	2,0	5,8	-19,9	-41,4	144 507	-17,2	-11,0	-23,6	2,1	3,3
Ago	501 010	4,8	3,9	5,0	537 822	0,5	4,2	-20,7	-42,0	145 748	-15,7	-9,7	-21,9	1,6	1,9
Sep	505 291	5,6	3,8	6,0	532 364	-0,9	2,6	-24,0	-35,2	145 654	-13,0	-5,9	-20,5	1,5	1,6
Oct	506 846	8,9	-0,5	11,4	523 052	-3,6	-0,3	-27,0	-31,2	144 387	-8,0	-2,5	-13,9	1,8	0,5
Nov	508 253	6,8	-0,0	8,6	522 691	-3,6	-1,4	-20,7	-28,2	144 514	-4,7	-0,1	-9,7	1,2	-0,1
Dic	522 693	8,5	0,5	10,6	528 639	-3,1	-1,3	-14,6	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,2	0,3
<b>10</b>															
Ene	518 415	9,6	1,0	11,9	525 317	-2,3	-1,2	-10,3	-29,8	144 932	-3,3	-3,2	-3,4	2,8	-1,2
Feb	519 032	9,0	0,8	11,1	519 711	-3,4	-2,2	-11,7	-38,5	143 869	-2,6	-5,4	0,7	1,8	-2,4
Mar	512 629	7,5	1,0	9,2	525 488	-2,4	-1,4	-7,0	-40,3	143 517	-0,7	-7,5	7,3	1,5	-2,7
Abr	509 239	7,0	-0,2	8,9	523 648	-3,1	-1,8	-13,2	-30,2	142 177	-3,6	-10,4	4,5	0,7	-3,9
May	515 854	5,2	0,4	6,4	525 990	-2,7	-0,1	-24,1	-40,7	137 385	-6,5	-13,2	1,4	0,0	-4,1
Jun	534 480	5,8	0,9	7,0	530 017	-1,3	1,4	-26,4	-22,1	133 512	-7,0	-16,4	3,9	0,8	-4,4
Jul	526 775	4,8	0,4	5,9	536 936	-0,2	2,7	-27,1	-30,8	133 220	-7,8	-20,9	7,7	0,6	-5,3
Ago	520 180	3,8	-0,2	4,8	538 193	0,1	2,7	-24,6	-29,3	132 781	-8,9	-22,6	7,6	0,1	-5,2

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

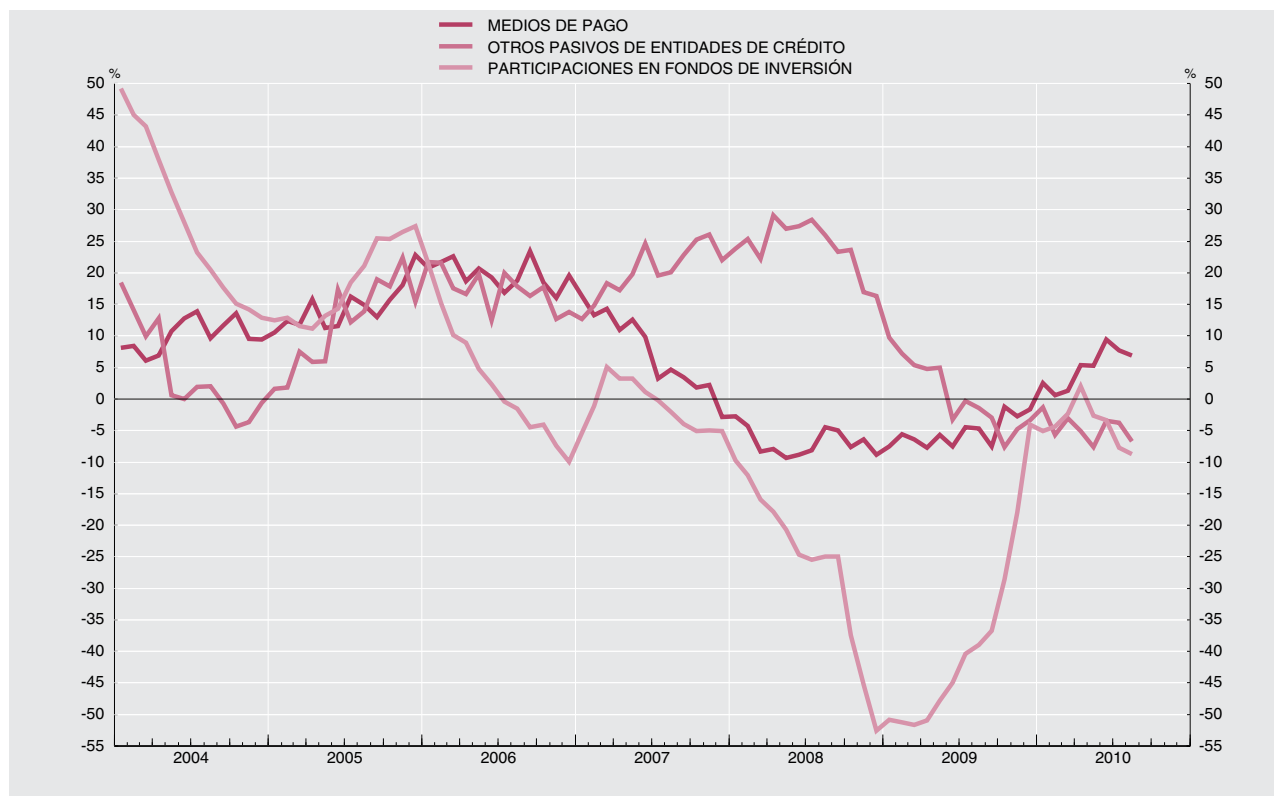
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>07</b>	133 469	-2,8	101 411	22,0	37,4	0,4	25 188	-5,0	-2,2	-7,1
<b>08</b>	121 745	-8,8	117 997	16,4	25,1	-0,4	11 959	-52,5	-42,7	-60,1
<b>09</b>	119 726	-1,7	114 042	-3,4	9,2	-33,5	11 475	-4,0	-6,4	-1,4
<b>09</b>										
May	114 096	-5,7	117 139	5,0	11,8	-10,9	11 500	-47,8	-44,0	-51,5
Jun	115 592	-7,6	114 300	-3,3	8,2	-27,5	11 252	-44,9	-42,7	-47,2
Jul	112 721	-4,4	115 542	-0,3	12,6	-27,4	11 760	-40,4	-36,5	-44,4
Ago	114 818	-4,7	116 943	-1,4	12,3	-30,0	11 860	-38,9	-34,7	-43,4
Sep	116 502	-7,5	115 961	-3,0	13,2	-34,6	11 847	-36,8	-31,1	-42,6
Oct	114 609	-1,2	111 927	-7,6	7,9	-39,3	11 265	-28,6	-27,0	-30,4
Nov	117 538	-2,7	111 374	-4,7	9,3	-35,9	11 304	-18,0	-17,2	-18,8
Dic	119 726	-1,7	114 042	-3,4	9,2	-33,5	11 475	-4,0	-6,4	-1,4
<b>10</b>										
Ene	118 653	2,5	109 969	-1,3	9,6	-30,4	11 443	-5,1	-8,8	-0,8
Feb	118 059	0,6	105 402	-5,7	4,9	-35,5	11 376	-4,4	-10,8	3,3
Mar	116 816	1,3	108 697	-3,0	6,3	-31,4	11 368	-2,4	-12,5	10,2
Abr	115 274	5,4	108 985	-5,1	4,0	-31,9	11 585	2,0	-2,4	6,9
May	120 155	5,3	108 208	-7,6	3,4	-39,9	11 195	-2,7	-8,3	3,8
Jun	126 544	9,5	110 317	-3,5	5,9	-33,4	10 880	-3,3	-11,8	6,3
Jul	121 376	7,7	111 200	-3,8	6,9	-38,6	10 858	-7,7	-20,7	7,7
Ago	122 743	6,9	109 052	-6,7	2,6	-38,0	10 822	-8,7	-22,5	7,6

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

- a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.  
 b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.  
 c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.  
 d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

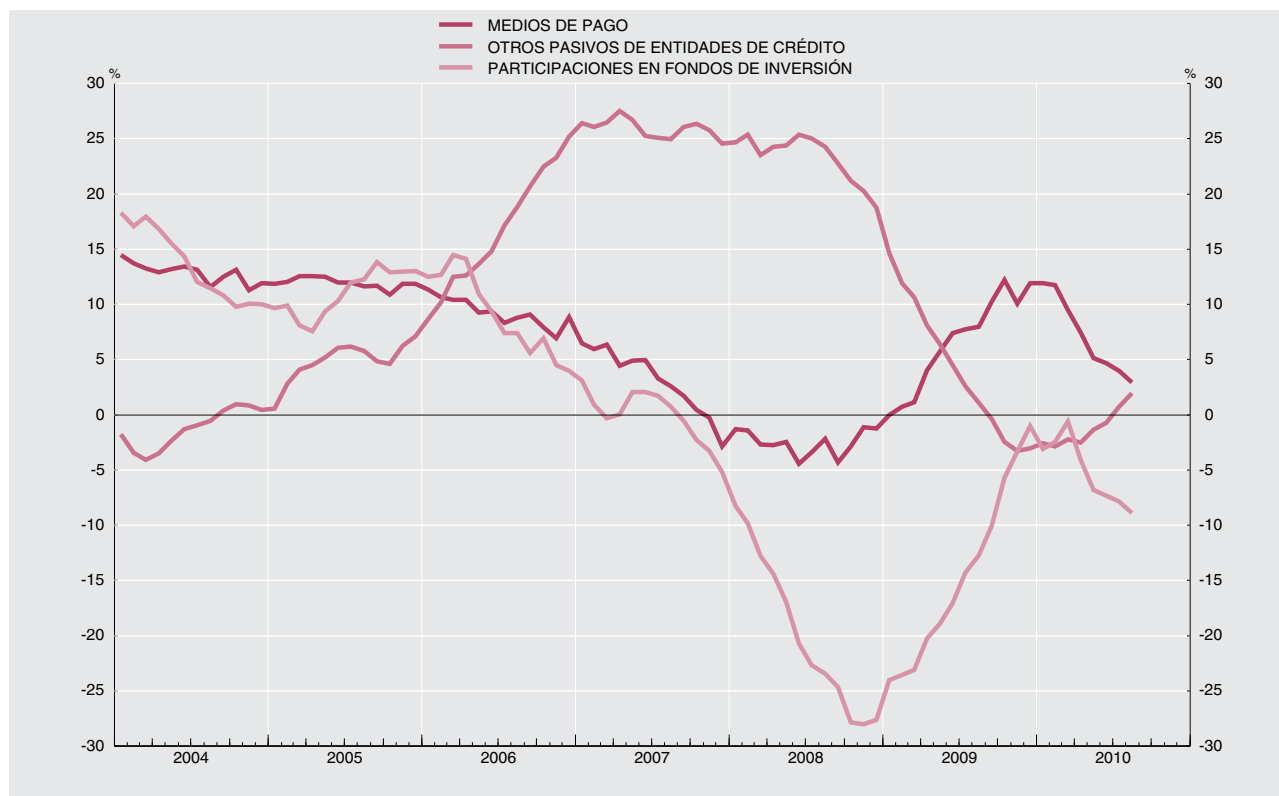
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>07</b>	364 417	-2,9	2,9	-4,6	360 177	24,6	28,4	-4,5	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
<b>08</b>	359 979	-1,2	3,4	-2,7	427 687	18,7	24,2	-36,9	136 148	-27,6	-13,3	-38,7
<b>09</b>	402 968	11,9	2,1	15,3	414 598	-3,1	-3,5	5,0	134 738	-1,0	1,1	-3,4
<b>09</b>												
May	376 437	5,7	5,6	5,7	423 566	6,4	9,3	-25,6	135 444	-19,0	-11,3	-26,5
Jun	389 669	7,4	5,4	8,0	422 839	4,5	7,0	-23,3	132 370	-17,0	-10,8	-23,4
Jul	389 847	7,8	5,9	8,4	422 674	2,6	4,4	-19,2	132 747	-14,3	-7,8	-20,9
Ago	386 192	8,0	5,9	8,7	420 880	1,1	2,5	-17,7	133 888	-12,7	-6,5	-19,1
Sep	388 789	10,2	5,6	11,7	416 403	-0,4	0,5	-13,0	133 807	-10,1	-2,8	-17,7
Oct	392 237	12,2	1,3	16,0	411 125	-2,4	-2,0	-8,9	133 122	-5,7	0,2	-12,1
Nov	390 715	10,1	1,6	13,0	411 317	-3,2	-3,5	1,4	133 210	-3,3	1,6	-8,8
Dic	402 968	11,9	2,1	15,3	414 598	-3,1	-3,5	5,0	134 738	-1,0	1,1	-3,4
<b>10</b>												
Ene	399 762	11,9	2,4	15,1	415 348	-2,6	-3,3	12,5	133 489	-3,1	-2,7	-3,6
Feb	400 973	11,8	2,1	15,0	414 309	-2,9	-3,6	12,4	132 493	-2,5	-4,9	0,4
Mar	395 813	9,5	2,3	11,9	416 791	-2,2	-3,0	13,2	132 148	-0,6	-7,0	7,1
Abr	393 966	7,4	0,9	9,6	414 663	-2,5	-3,0	5,6	130 592	-4,1	-11,0	4,3
May	395 699	5,1	1,4	6,3	417 782	-1,4	-0,9	-9,8	126 190	-6,8	-13,6	1,2
Jun	407 936	4,7	1,8	5,6	419 700	-0,7	0,4	-18,0	122 632	-7,4	-16,8	3,7
Jul	405 399	4,0	1,2	4,9	425 737	0,7	1,8	-15,6	122 362	-7,8	-20,9	7,7
Ago	397 438	2,9	0,5	3,7	429 141	2,0	2,8	-11,2	121 959	-8,9	-22,6	7,6

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

- a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.  
b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.  
c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.  
d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

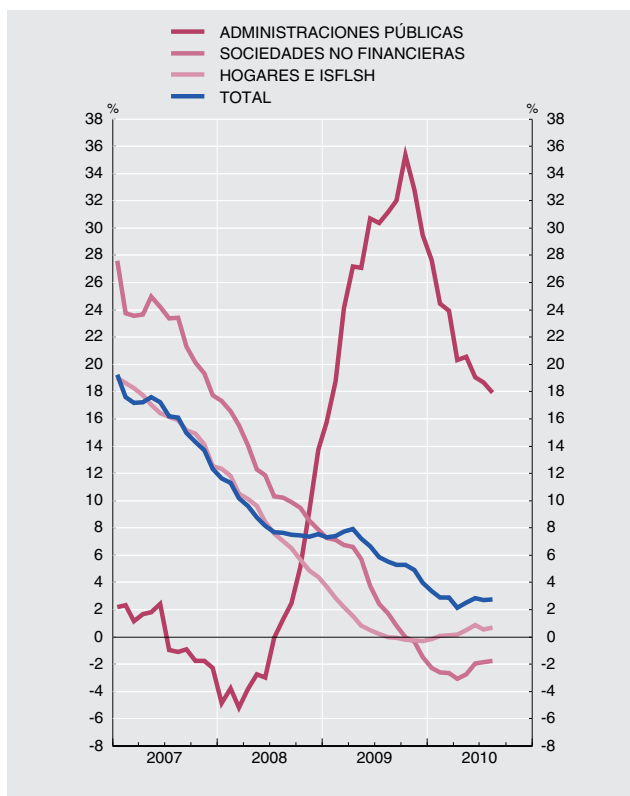
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

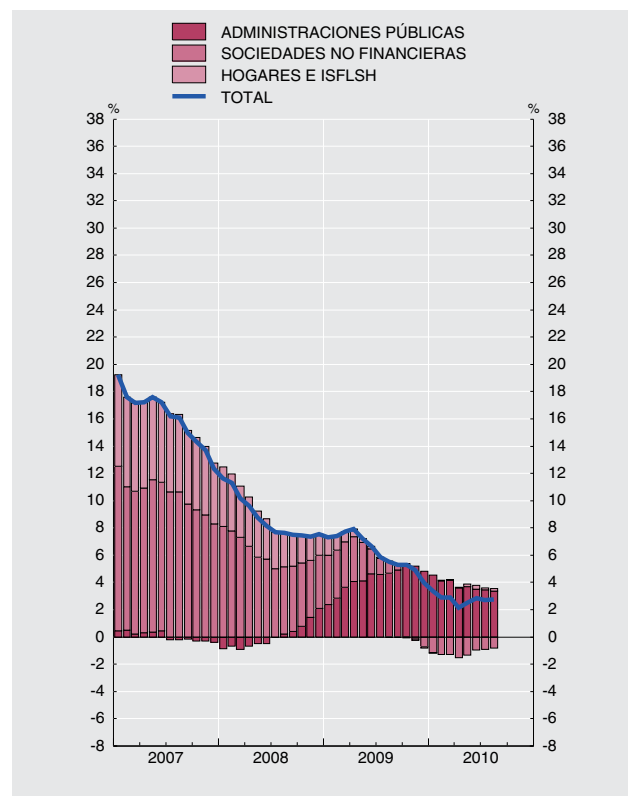
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual						Contribución a la tasa de total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>07</b>	2 470 505	270 478	12,3	-2,3	15,5	17,7	12,5	15,9	18,4	12,4	-0,4	12,7	8,3	4,4	11,1	0,3	1,4
<b>08</b>	2 649 433	186 684	7,6	13,7	6,4	7,9	4,4	5,6	12,1	10,9	2,1	5,4	3,9	1,6	4,0	0,2	1,3
<b>09</b>	2 773 605	105 432	4,0	29,5	-1,0	-1,5	-0,3	-2,0	37,0	-0,3	4,8	-0,8	-0,7	-0,1	-1,4	0,6	-0,0
<b>09 May</b>	2 711 953	1 830	7,2	27,1	3,7	5,7	0,8	2,1	17,7	11,3	4,1	3,1	2,8	0,3	1,5	0,3	1,3
<b>Jun</b>	2 735 135	14 151	6,6	30,7	2,4	3,7	0,5	0,8	12,6	10,5	4,6	2,0	1,8	0,2	0,6	0,2	1,2
<b>Jul</b>	2 736 485	-2 362	5,8	30,4	1,5	2,4	0,2	-0,0	25,9	7,7	4,6	1,3	1,2	0,1	-0,0	0,4	0,9
<b>Ago</b>	2 728 888	-8 095	5,5	31,1	1,0	1,7	-0,0	-0,6	25,1	7,4	4,7	0,8	0,9	-0,0	-0,4	0,4	0,9
<b>Sep</b>	2 741 593	16 749	5,3	32,0	0,5	0,8	-0,1	-1,0	26,6	6,2	4,9	0,4	0,4	-0,0	-0,7	0,4	0,7
<b>Oct</b>	2 754 714	11 076	5,3	35,3	-0,1	-0,0	-0,2	-1,5	29,2	4,8	5,4	-0,1	-0,0	-0,1	-1,1	0,4	0,6
<b>Nov</b>	2 774 166	20 177	4,9	32,8	-0,3	-0,3	-0,2	-1,7	33,6	3,9	5,2	-0,3	-0,2	-0,1	-1,2	0,5	0,5
<b>Dic</b>	2 773 605	-5 711	4,0	29,5	-1,0	-1,5	-0,3	-2,0	37,0	-0,3	4,8	-0,8	-0,7	-0,1	-1,4	0,6	-0,0
<b>10 Ene</b>	2 759 214	-16 125	3,4	27,7	-1,4	-2,3	-0,1	-2,3	33,5	-1,1	4,5	-1,2	-1,1	-0,0	-1,6	0,5	-0,1
<b>Feb</b>	2 763 720	4 920	2,9	24,5	-1,5	-2,6	0,1	-2,2	29,8	-2,0	4,1	-1,2	-1,3	0,0	-1,5	0,5	-0,2
<b>Mar</b>	2 779 141	18 218	2,9	23,9	-1,5	-2,6	0,1	-2,1	32,7	-3,0	4,2	-1,3	-1,3	0,0	-1,4	0,6	-0,4
<b>Abr</b>	P 2 786 092	3 478	2,2	20,3	-1,8	-3,1	0,2	-2,3	39,9	-4,3	3,6	-1,5	-1,5	0,1	-1,6	0,7	-0,5
<b>May</b>	P 2 800 027	12 001	2,5	20,5	-1,4	-2,7	0,5	-2,0	43,1	-4,3	3,7	-1,2	-1,3	0,2	-1,4	0,7	-0,5
<b>Jun</b>	P 2 820 860	23 816	2,9	19,1	-0,8	-2,0	0,9	-1,0	43,9	-5,4	3,5	-0,7	-0,9	0,3	-0,7	0,7	-0,7
<b>Jul</b>	P 2 814 083	-5 890	2,7	18,7	-0,9	-1,8	0,5	-1,0	25,9	-4,2	3,4	-0,7	-0,9	0,2	-0,7	0,5	-0,5
<b>Ago</b>	P 2 805 412	-7 922	2,7	17,9	-0,7	-1,7	0,7	-0,8	26,7	-4,6	3,3	-0,6	-0,8	0,2	-0,5	0,5	-0,6

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



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



FUENTE: BE.

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

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

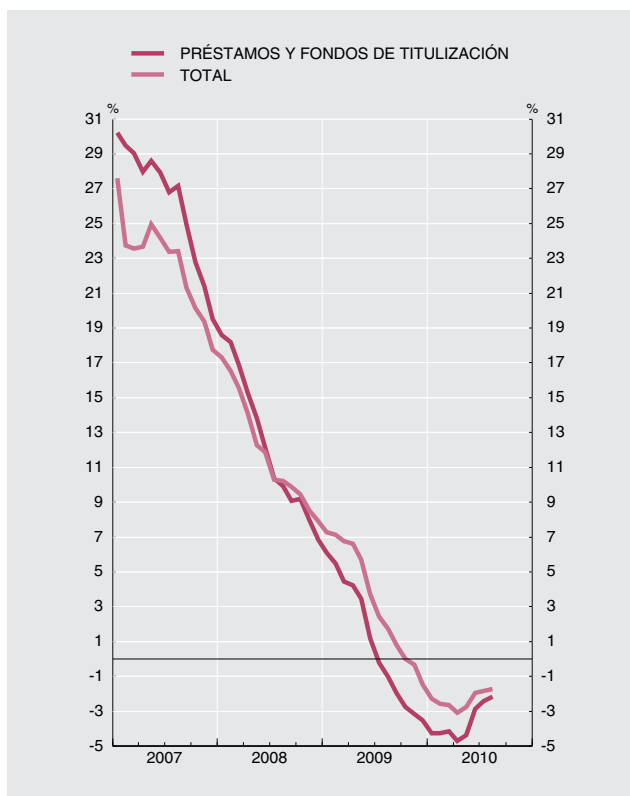
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

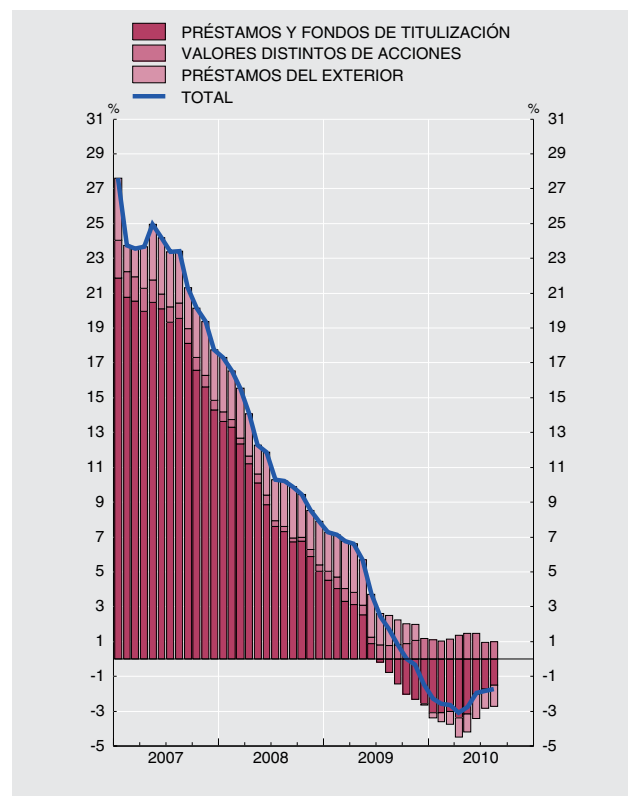
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual		Contribución a la tasa del total
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>07</b>	1 215 441	181 829	17,7	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	283 137	12,2	2,9	2 678
<b>08</b>	1 306 593	95 981	7,9	954 134	6,8	5,0	41 063	25 648	12,1	0,4	311 396	10,8	2,5	2 060
<b>09</b>	1 312 349	-19 452	-1,5	916 361	-3,5	-2,6	56 259	40 095	37,0	1,2	339 729	-0,3	-0,1	1 256
<b>09 May</b>	1 322 462	-3 600	5,7	953 207	3,5	2,5	45 001	31 520	17,7	0,5	324 255	11,3	2,6	2 476
<b>Jun</b>	1 325 383	-9 108	3,7	940 241	1,2	0,9	44 370	31 731	12,6	0,4	340 772	10,5	2,5	1 560
<b>Jul</b>	1 326 070	-994	2,4	936 124	-0,2	-0,2	49 779	35 958	25,9	0,8	340 167	7,7	1,8	1 487
<b>Ago</b>	1 317 297	-9 530	1,7	926 641	-1,0	-0,8	49 400	35 444	25,1	0,8	341 256	7,3	1,7	1 465
<b>Sep</b>	1 315 320	-890	0,8	924 951	-1,9	-1,4	49 278	35 363	26,6	0,8	341 091	6,1	1,4	1 447
<b>Oct</b>	1 313 398	-1 998	-0,0	922 856	-2,8	-2,0	50 739	35 330	29,2	0,9	339 803	4,8	1,1	1 406
<b>Nov</b>	1 311 693	-1 302	-0,3	918 859	-3,1	-2,3	55 029	39 262	33,6	1,1	337 805	3,8	0,9	1 418
<b>Dic</b>	1 312 349	-7 795	-1,5	916 361	-3,5	-2,6	56 259	40 095	37,0	1,2	339 729	-0,3	-0,1	1 256
<b>10 Ene</b>	1 303 513	-8 496	-2,3	909 624	-4,3	-3,1	57 629	41 388	33,5	1,1	336 259	-1,2	-0,3	1 220
<b>Feb</b>	1 301 746	-1 632	-2,6	908 079	-4,3	-3,1	57 872	41 445	29,8	1,0	335 794	-2,1	-0,5	1 187
<b>Mar</b>	1 304 793	2 836	-2,6	907 617	-4,2	-3,0	60 140	43 128	32,7	1,1	337 036	-3,1	-0,8	1 140
<b>Abr</b>	P 1 307 641	1 530	-3,1	904 876	-4,7	-3,4	63 913	45 871	39,9	1,4	338 851	-4,4	-1,1	1 187
<b>May</b>	P 1 310 960	1 124	-2,7	906 048	-4,4	-3,1	64 408	46 656	43,1	1,5	340 504	-4,3	-1,1	1 351
<b>Jun</b>	P 1 313 254	1 260	-2,0	907 766	-2,9	-2,0	63 835	46 356	43,9	1,5	341 654	-5,4	-1,4	1 860
<b>Jul</b>	P 1 313 097	420	-1,8	907 380	-2,4	-1,7	62 660	45 521	25,9	1,0	343 057	-4,3	-1,1	1 799
<b>Ago</b>	P 1 304 768	-7 904	-1,7	900 351	-2,2	-1,5	62 570	45 824	26,7	1,0	341 847	-4,7	-1,2	1 721

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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



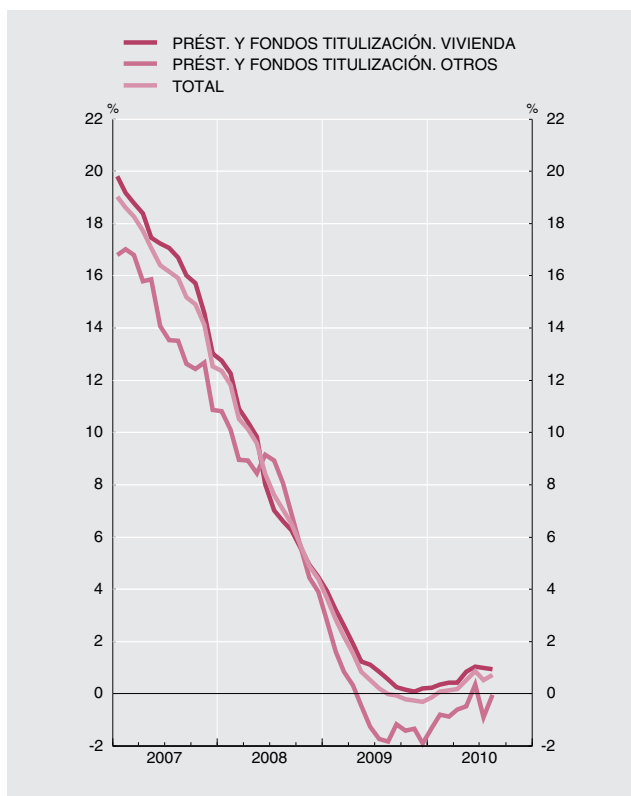
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

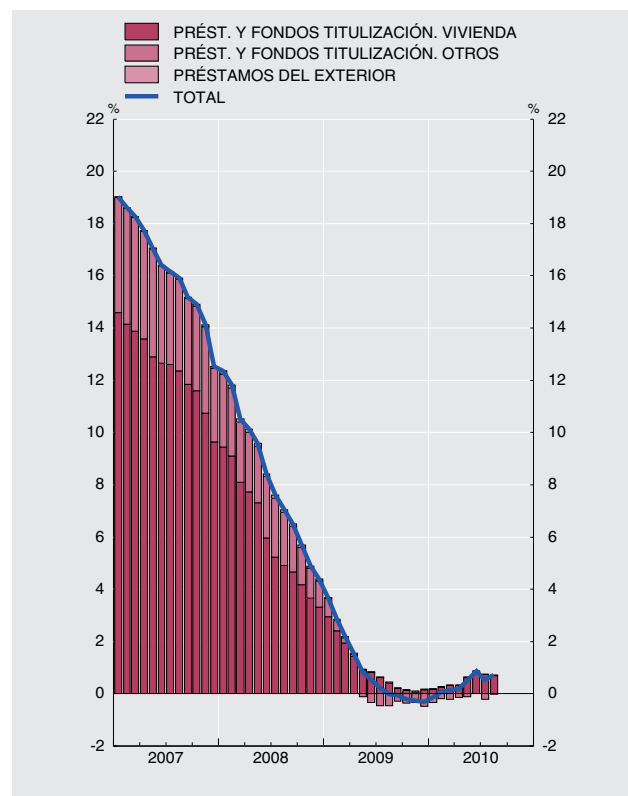
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>07</b>	874 405	97 497	12,5	650 116	13,0	9,6	222 510	10,9	2,8	1 778	51,4	0,1	26 576	5 625
<b>08</b>	910 537	38 386	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	2 376	33,6	0,1	23 304	4 436
<b>09</b>	903 013	-2 726	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	2 637	11,0	0,0	23 986	2 986
<b>09</b>														
<b>May</b>	902 440	-996	0,8	675 976	1,2	0,9	223 883	-0,5	-0,1	2 581	13,1	0,0	24 130	4 116
<b>Jun</b>	908 465	6 624	0,5	676 651	1,1	0,8	229 223	-1,3	-0,3	2 591	12,9	0,0	25 087	3 674
<b>Jul</b>	905 593	-2 505	0,2	677 543	0,8	0,6	225 447	-1,7	-0,4	2 603	12,7	0,0	24 756	3 537
<b>Ago</b>	903 012	-2 323	-0,0	676 883	0,5	0,4	223 520	-1,8	-0,5	2 610	13,0	0,0	24 599	3 424
<b>Sep</b>	902 898	543	-0,1	676 739	0,3	0,2	223 538	-1,2	-0,3	2 621	13,0	0,0	24 305	3 310
<b>Oct</b>	903 451	884	-0,2	677 498	0,2	0,1	223 319	-1,4	-0,4	2 634	12,2	0,0	24 155	3 210
<b>Nov</b>	908 760	5 631	-0,2	678 402	0,1	0,1	227 716	-1,3	-0,3	2 641	12,0	0,0	24 623	3 040
<b>Dic</b>	903 013	-4 790	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	2 637	11,0	0,0	23 986	2 986
<b>10</b>														
<b>Ene</b>	901 658	-1 085	-0,1	678 682	0,2	0,2	220 331	-1,3	-0,3	2 645	5,8	0,0	23 798	2 894
<b>Feb</b>	900 584	-795	0,1	678 908	0,4	0,3	219 020	-0,8	-0,2	2 656	5,3	0,0	23 564	2 784
<b>Mar</b>	899 004	-1 058	0,1	678 919	0,4	0,3	217 407	-0,9	-0,2	2 678	4,6	0,0	23 445	2 705
<b>Abr</b>	900 188	1 512	0,2	678 955	0,4	0,3	218 546	-0,6	-0,1	2 687	4,6	0,0	23 175	2 603
<b>May</b>	901 950	2 023	0,5	680 525	0,8	0,6	218 728	-0,5	-0,1	2 697	4,5	0,0	22 777	2 488
<b>Jun</b>	910 622	9 948	0,9	680 331	1,0	0,8	227 584	0,3	0,1	2 707	4,5	0,0	19 891	2 407
<b>Jul</b>	904 598	-5 714	0,5	680 862	1,0	0,7	221 019	-0,9	-0,2	2 717	4,4	0,0	19 931	2 323
<b>Ago</b>	903 569	-705	0,7	679 862	0,9	0,7	220 981	-0,0	-0,0	2 727	4,5	0,0	19 959	2 236

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

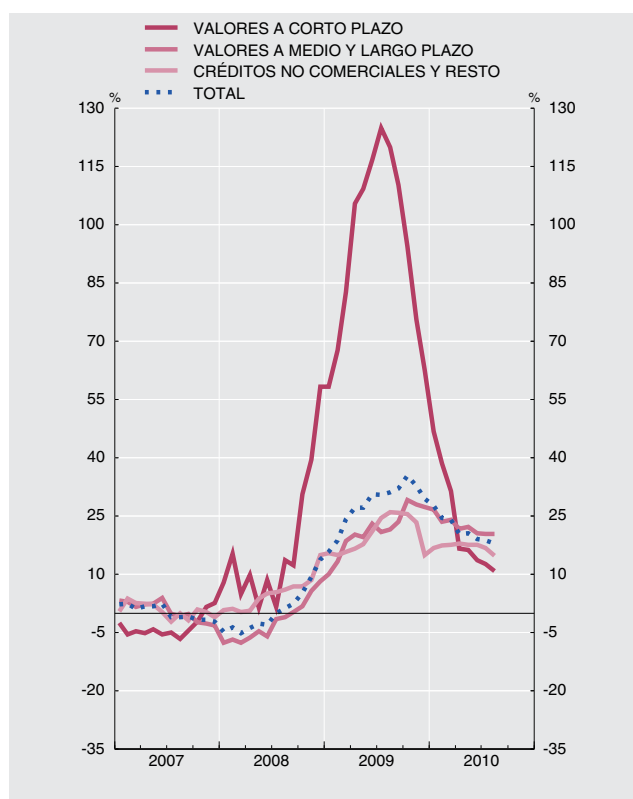
## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

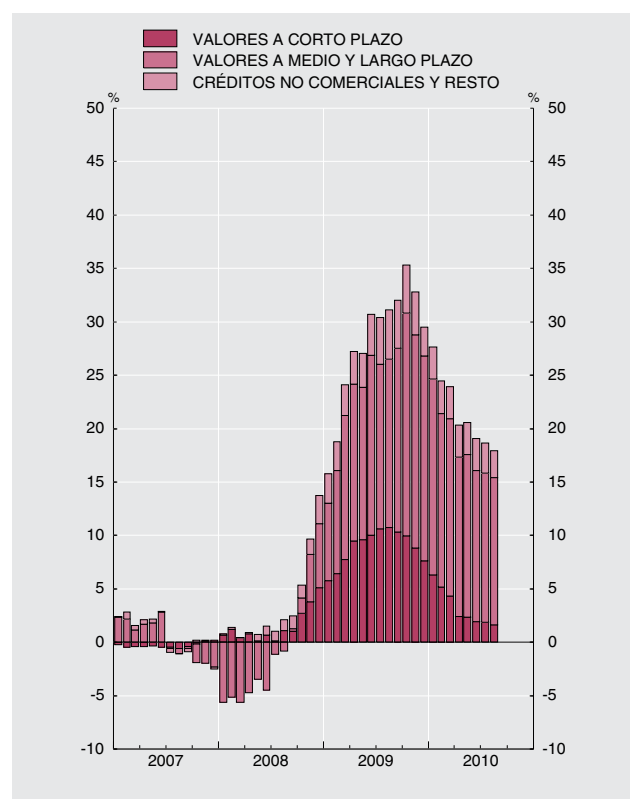
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>06</b>	389 507	-1 575	-0,4	32 574	-770	-2,3	-0,2	288 873	-1 217	-0,4	-0,3	68 061	412	0,6	0,1
<b>07</b>	380 660	-8 847	-2,3	33 397	823	2,5	0,2	279 872	-9 001	-3,1	-2,3	67 392	-669	-1,0	-0,2
<b>08</b>	432 978	52 318	13,7	52 876	19 479	58,3	5,1	302 656	22 784	8,1	6,0	77 446	10 055	14,9	2,6
<b>09</b>	P 560 587	127 609	29,5	86 001	33 125	62,6	7,7	385 528	82 872	27,4	19,1	89 058	11 612	15,0	2,7
<b>09 Mar</b>	P 466 220	15 189	24,1	64 405	4 118	82,8	7,8	322 309	10 244	18,6	13,5	79 506	827	15,8	2,9
<b>09 Abr</b>	P 480 625	14 405	27,2	69 740	5 335	105,4	9,5	330 996	8 687	20,2	14,7	79 889	382	16,6	3,0
<b>09 May</b>	P 487 050	6 426	27,1	70 361	621	109,2	9,6	334 867	3 871	19,5	14,3	81 822	1 934	17,8	3,2
<b>09 Jun</b>	P 503 685	16 635	30,7	71 807	1 446	116,6	10,0	346 566	11 699	23,0	16,8	85 313	3 490	21,0	3,8
<b>09 Jul</b>	P 504 822	1 137	30,4	74 012	2 206	124,9	10,6	344 464	-2 102	20,9	15,4	86 346	1 034	24,5	4,4
<b>09 Ago</b>	P 508 579	3 757	31,1	76 512	2 499	119,9	10,8	345 105	641	21,5	15,8	86 963	617	26,0	4,6
<b>09 Sep</b>	P 525 676	17 096	32,0	78 475	1 963	110,3	10,3	359 130	14 025	23,5	17,2	88 071	1 108	25,8	4,5
<b>09 Oct</b>	P 537 866	12 191	35,3	81 327	2 852	94,3	9,9	367 858	8 729	29,1	20,9	88 681	610	25,5	4,5
<b>09 Nov</b>	P 553 713	15 847	32,8	85 522	4 195	75,6	8,8	379 901	12 043	28,0	20,0	88 290	-391	23,4	4,0
<b>09 Dic</b>	P 560 587	6 874	29,5	86 001	480	62,6	7,7	385 528	5 627	27,4	19,1	89 058	768	15,0	2,7
<b>10 Ene</b>	P 554 043	-6 544	27,7	85 770	-231	46,8	6,3	377 628	-7 900	26,7	18,3	90 645	1 587	16,8	3,0
<b>10 Feb</b>	P 561 390	7 347	24,5	83 532	-2 238	38,6	5,2	385 480	7 852	23,5	16,3	92 378	1 733	17,4	3,0
<b>10 Mar</b>	P 577 830	16 440	23,9	84 642	1 111	31,4	4,3	399 755	14 274	24,0	16,6	93 432	1 054	17,5	3,0
<b>10 Abr</b>	A 578 265	436	20,3	81 352	-3 290	16,7	2,4	402 690	2 936	21,7	14,9	94 223	790	17,9	3,0
<b>10 May</b>	A 587 119	8 854	20,5	81 749	397	16,2	2,3	409 119	6 428	22,2	15,2	96 252	2 029	17,6	3,0
<b>10 Jun</b>	A 599 728	12 609	19,1	81 614	-135	13,7	1,9	417 829	8 711	20,6	14,1	100 285	4 033	17,5	3,0
<b>10 Jul</b>	A 599 132	-596	18,7	83 399	1 785	12,7	1,9	414 964	-2 865	20,5	14,0	100 769	485	16,7	2,9
<b>10 Ago</b>	A 599 787	655	17,9	84 805	1 406	10,8	1,6	415 212	248	20,3	13,8	99 771	-999	14,7	2,5

### 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.

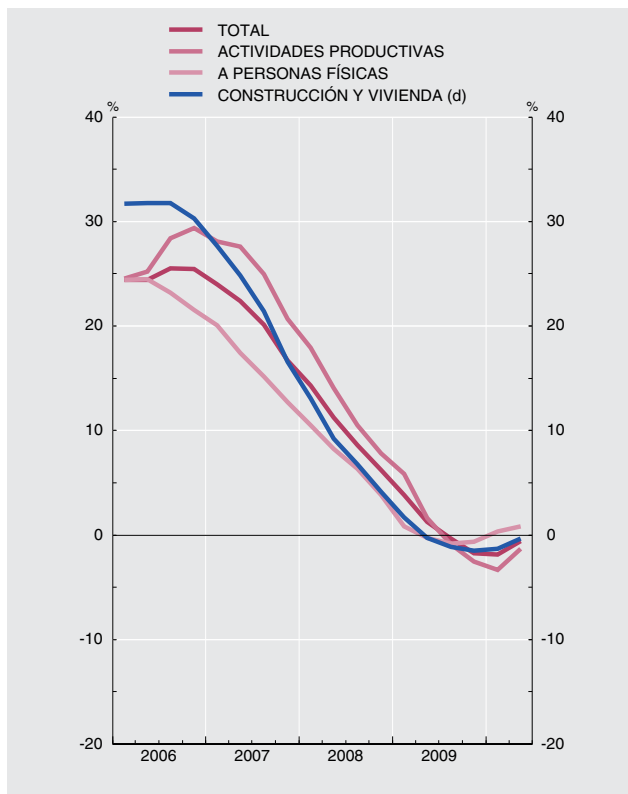
### 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

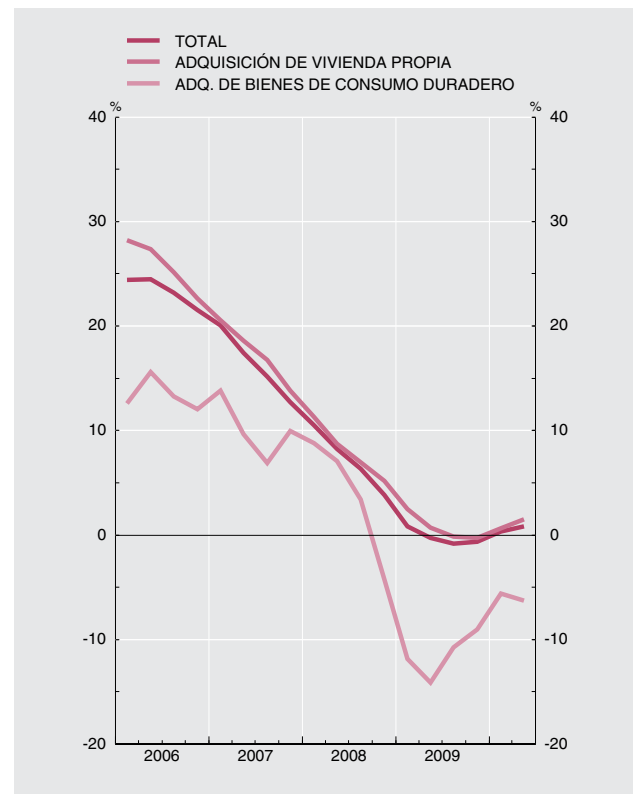
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Finan- ciación a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi- ficar	Pro me- joria: constru- ción y vivienda (d)	
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios	Total	Adquisición y rehabi- l. de vivienda propia.	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
											Del cual				Del cual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>07</b>	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507
<b>08</b>	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
<b>09</b>	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988
<b>06 /</b>	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	475 038	452 318	46 320	83 520	4 788	18 813	762 711
<b>II</b>	1 350 190	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 697	502 002	478 158	49 161	91 535	5 109	21 077	817 195
<b>III</b>	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	523 184	498 793	50 552	93 236	5 359	19 584	867 247
<b>IV</b>	1 508 626	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	548 740	523 595	51 461	100 094	5 704	20 983	927 107
<b>07 /</b>	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	570 989	545 190	52 713	102 477	5 743	21 149	973 479
<b>II</b>	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	593 655	567 062	53 898	107 174	5 955	22 497	1 020 287
<b>III</b>	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	609 791	582 505	54 035	104 371	6 106	21 822	1 052 731
<b>IV</b>	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507
<b>08 /</b>	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519
<b>II</b>	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062
<b>III</b>	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765
<b>IV</b>	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
<b>09 /</b>	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231
<b>II</b>	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917
<b>III</b>	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918
<b>IV</b>	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988
<b>10 /</b>	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 474	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758
<b>II</b>	1 850 230	994 341	23 347	152 301	123 948	694 745	322 685	821 708	660 436	630 104	44 812	116 459	5 840	28 340	1 107 069

#### CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

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

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

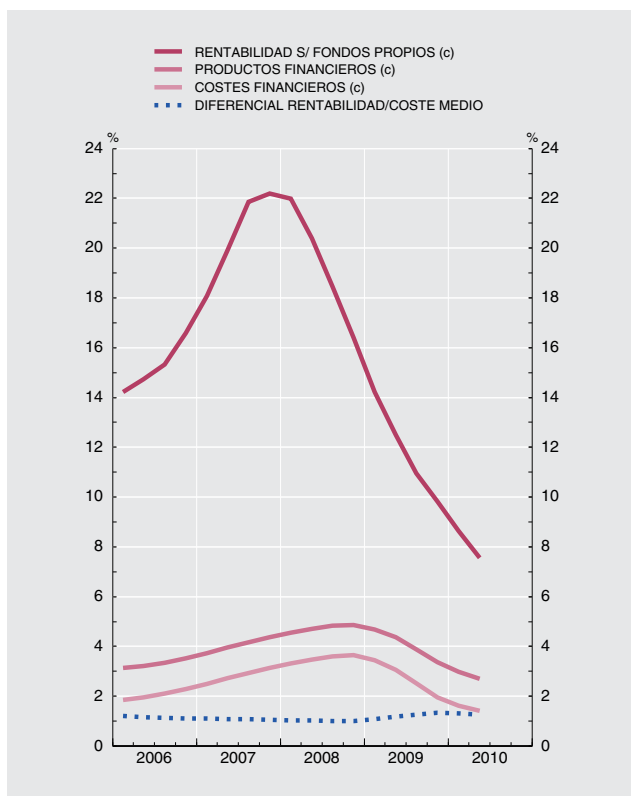
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias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

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

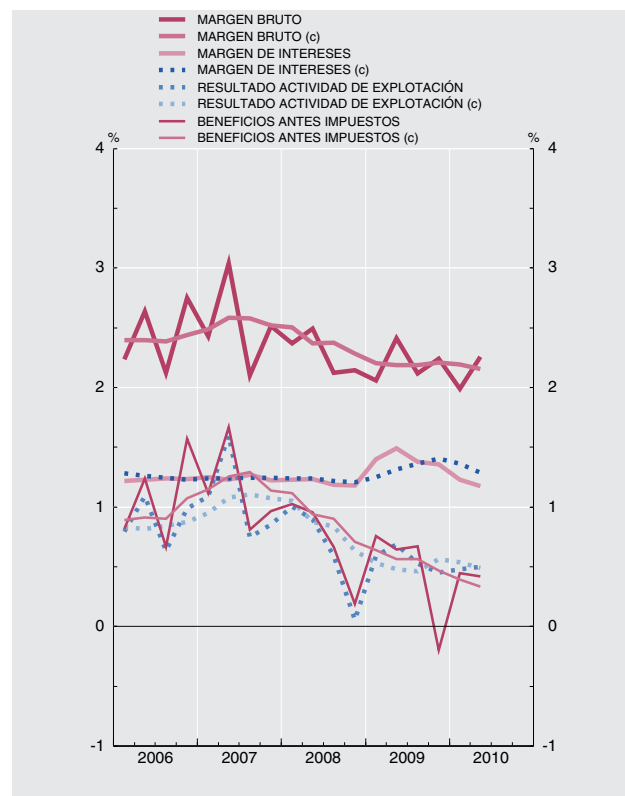
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje					
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14	15
							Gastos de explotación	Del cual De personal								
<b>07</b>	4,7	3,5	1,2	1,3	2,5	1,1	0,7	0,6	0,6	0,9	0,4	1,0	20,8	4,6	3,6	1,0
<b>08</b>	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0
<b>09</b>	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3
<b>07 //</b>	4,3	3,0	1,2	1,8	3,0	1,1	0,7	0,4	0,4	1,6	0,1	1,7	23,3	4,2	3,1	1,1
<b>07 ///</b>	4,5	3,2	1,3	0,8	2,1	1,1	0,6	0,3	0,3	0,7	0,1	0,8	23,7	4,4	3,3	1,1
<b>07 IV</b>	4,7	3,5	1,2	1,3	2,5	1,1	0,7	0,6	0,6	0,9	0,4	1,0	20,8	4,6	3,6	1,0
<b>08 /</b>	4,8	3,5	1,2	1,1	2,4	1,0	0,6	0,3	0,3	1,0	0,0	1,0	20,1	4,8	3,8	1,0
<b>08 //</b>	4,9	3,6	1,2	1,3	2,5	1,0	0,6	0,6	0,6	0,9	0,1	1,0	16,9	5,0	3,9	1,0
<b>08 ///</b>	5,0	3,8	1,2	0,9	2,1	1,0	0,6	0,5	0,6	0,6	0,1	0,7	16,1	5,1	4,1	1,0
<b>08 IV</b>	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0
<b>09 /</b>	4,1	2,7	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,5	0,5	0,6	0,3	0,8	11,4	5,0	3,9	1,1
<b>09 //</b>	3,5	2,1	1,5	0,9	2,4	0,9	0,6	0,8	0,8	0,7	0,2	0,6	10,0	4,7	3,5	1,2
<b>09 ///</b>	3,0	1,6	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,6	0,6	0,5	0,3	0,7	9,9	4,2	2,9	1,3
<b>09 IV</b>	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3
<b>10 /</b>	2,5	1,3	1,2	0,8	2,0	0,9	0,6	0,6	0,6	0,5	0,1	0,4	6,6	3,2	1,9	1,3
<b>10 //</b>	2,5	1,3	1,2	1,1	2,3	0,9	0,6	0,8	0,8	0,5	0,2	0,4	5,7	2,9	1,6	1,3

CUENTA DE RESULTADOS  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

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

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

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

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

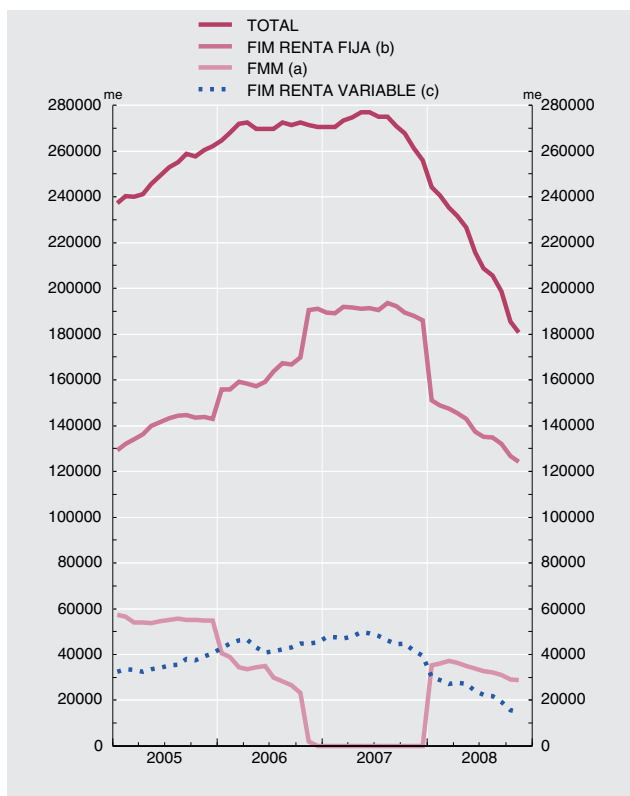
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

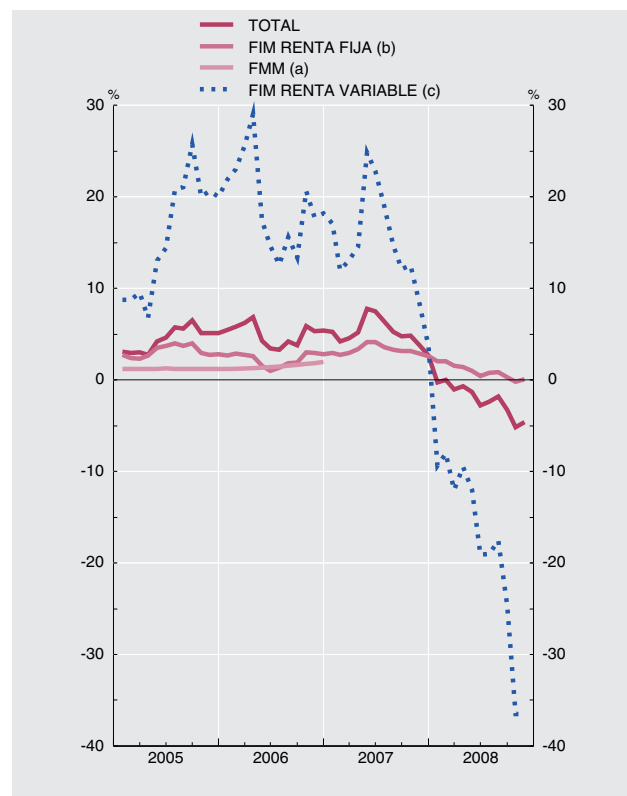
Millones de euros y porcentajes

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

#### PATRIMONIO



#### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

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

d. Fondos globales.

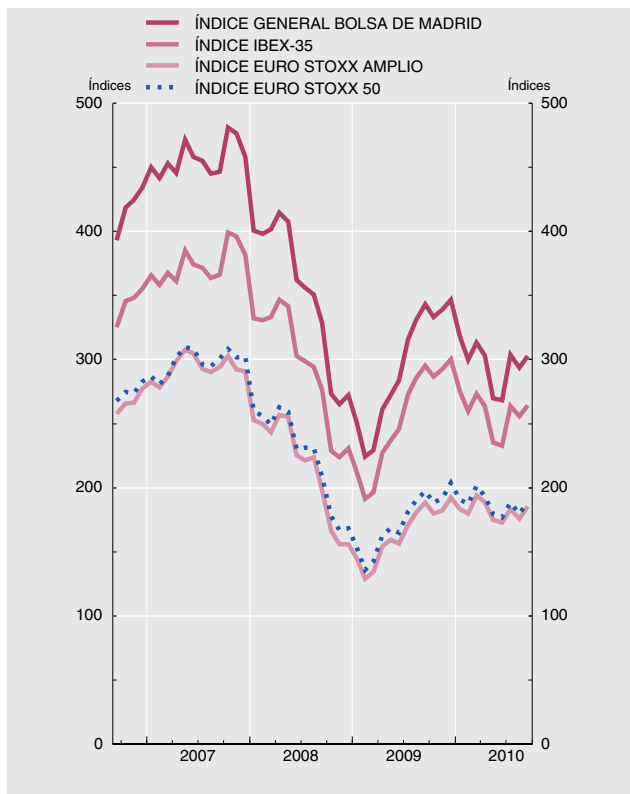
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

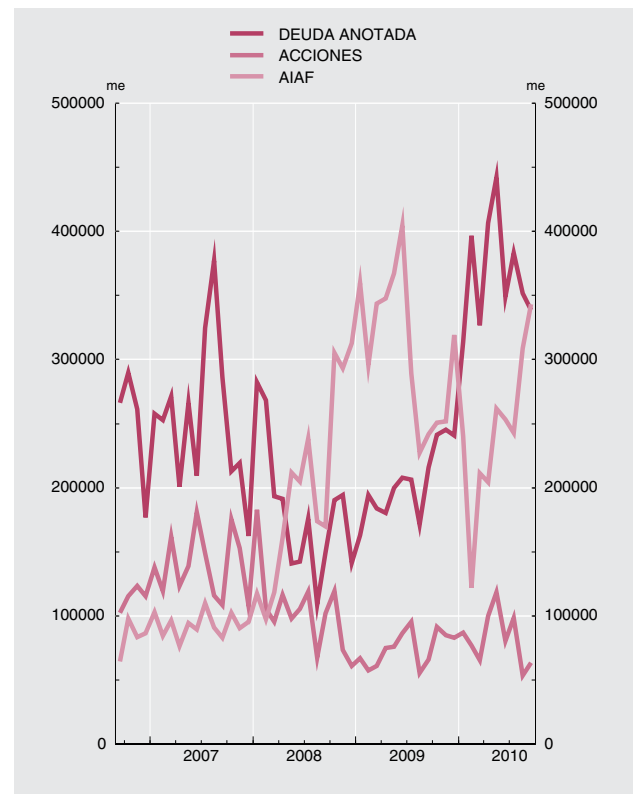
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>08</b>	1 262,61	11 738,25	309,67	3 277,70	1 245 129	79 578	2 178 310	2 403 160	-	19 146	-	7 605
<b>09</b>	1 055,69	10 107,91	235,02	2 529,03	898 195	75 103	2 448 490	3 699 008	-	33 946	-	5 752
<b>10</b>	A 1 064,37	10 275,70	259,86	2 727,92	743 872	47 779	3 308 340	2 186 598	-	27 080	-	5 134
<b>09 Jun</b>	1 016,66	9 787,80	223,02	2 401,69	86 272	5 753	207 861	404 790	...	3 984	...	531
<b>Jul</b>	1 131,04	10 855,10	243,92	2 638,13	95 572	5 654	206 118	289 376	...	2 363	...	516
<b>Ago</b>	1 187,30	11 365,10	257,84	2 775,17	55 638	4 336	171 127	227 500	...	2 090	...	423
<b>Sep</b>	1 229,35	11 756,10	269,14	2 872,63	65 772	7 226	215 553	241 874	...	4 438	...	469
<b>Oct</b>	1 194,17	11 414,80	256,63	2 743,50	91 389	6 713	241 093	250 942	...	3 648	...	495
<b>Nov</b>	1 215,11	11 644,70	260,35	2 797,25	84 933	5 151	245 345	251 937	...	1 455	...	475
<b>Dic</b>	1 241,72	11 940,00	274,78	2 966,24	82 938	6 319	240 634	319 010	...	3 727	...	423
<b>10 Ene</b>	1 140,57	10 947,70	261,87	2 776,83	86 985	5 193	313 732	240 235	...	3 461	...	482
<b>Feb</b>	1 074,18	10 333,60	256,81	2 728,47	76 836	9 121	396 603	121 869	...	3 158	...	545
<b>Mar</b>	1 123,08	10 871,30	277,00	2 931,16	65 520	4 485	326 695	211 340	...	3 283	...	528
<b>Abr</b>	1 086,68	10 492,20	269,34	2 816,86	100 108	5 352	406 736	204 246	...	2 088	...	667
<b>May</b>	966,64	9 359,40	249,82	2 610,26	118 350	4 176	442 094	261 511	...	3 036	...	872
<b>Jun</b>	960,79	9 263,40	246,38	2 573,32	80 641	5 013	349 054	253 096	...	3 866	...	642
<b>Jul</b>	1 088,62	10 499,80	261,65	2 742,14	98 411	4 761	383 009	242 812	...	2 610	...	532
<b>Ago</b>	1 052,73	10 187,00	251,15	2 622,95	53 667	4 420	351 521	308 542	...	2 280	...	415
<b>Sep</b>	P 1 085,03	10 514,50	264,43	2 747,90	63 353	5 259	338 896	342 945	...	3 296	...	450

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES  
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



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

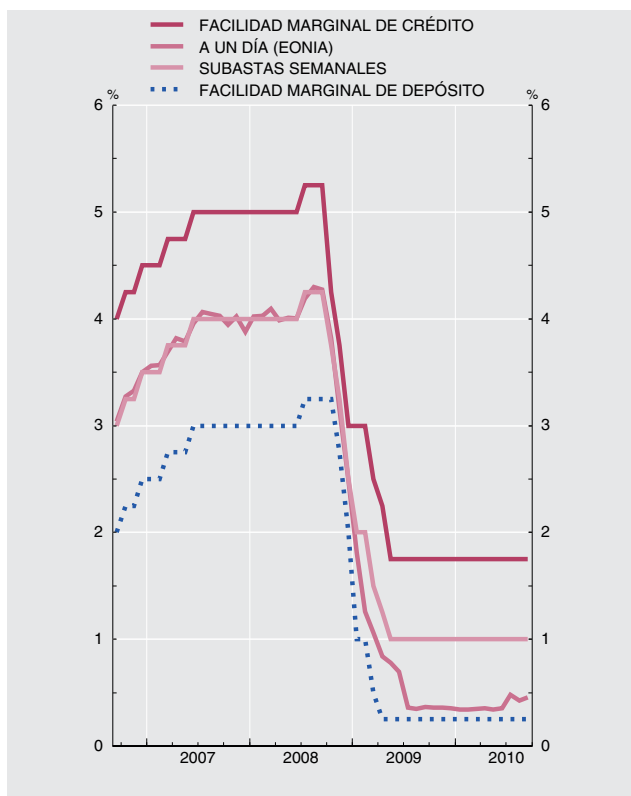
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

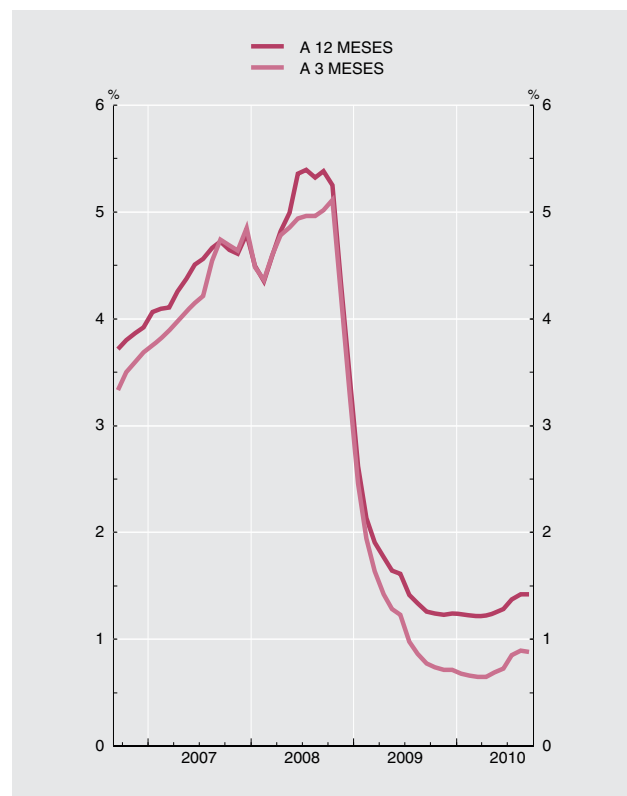
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
08	2,50	2,50	3,00	2,00	3,863	4,27	4,63	4,72	4,81	3,85	4,26	4,62	4,66	4,78	3,71	3,74	3,71	3,47
09	1,00	1,00	1,75	0,25	0,714	0,89	1,22	1,43	1,62	0,67	0,94	1,23	1,41	1,62	0,61	0,63	0,67	0,84
10	1,00	1,00	1,75	0,25	0,383	0,49	0,74	1,03	1,29	0,39	0,60	0,82	1,00	1,30	0,32	0,47	0,61	0,98
09 Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,698	0,91	1,23	1,44	1,61	0,66	0,91	1,26	1,45	1,51	0,66	0,70	0,72	-
Jul	1,00	1,00	1,75	0,25	0,358	0,61	0,97	1,21	1,41	0,30	0,59	0,95	1,18	1,41	0,26	0,36	0,45	0,55
Ago	1,00	1,00	1,75	0,25	0,347	0,51	0,86	1,12	1,33	0,30	0,52	0,86	1,10	1,34	0,26	0,29	0,41	-
Sep	1,00	1,00	1,75	0,25	0,363	0,46	0,77	1,04	1,26	0,32	0,51	0,80	1,08	1,26	0,29	0,30	0,38	0,74
Oct	1,00	1,00	1,75	0,25	0,359	0,43	0,74	1,02	1,24	0,30	0,43	0,75	1,00	-	0,27	0,29	0,42	0,81
Nov	1,00	1,00	1,75	0,25	0,362	0,44	0,72	0,99	1,23	0,33	0,44	0,72	0,97	1,23	0,31	0,34	0,41	0,82
Dic	1,00	1,00	1,75	0,25	0,355	0,48	0,71	1,00	1,24	0,32	0,50	0,70	0,96	1,24	0,27	0,32	0,40	0,70
10 Ene	1,00	1,00	1,75	0,25	0,344	0,44	0,68	0,98	1,23	0,30	0,42	0,67	0,98	1,23	0,26	0,29	0,31	0,81
Feb	1,00	1,00	1,75	0,25	0,341	0,42	0,66	0,97	1,23	0,31	0,42	0,65	0,94	1,33	0,27	0,31	0,36	0,80
Mar	1,00	-	1,75	0,25	0,348	0,41	0,64	0,95	1,22	0,32	0,40	0,61	0,87	1,17	0,26	0,29	0,36	-
Abr	1,00	1,00	1,75	0,25	0,353	0,40	0,64	0,96	1,23	0,32	0,42	0,64	0,84	1,21	0,26	0,27	0,33	0,79
May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,344	0,42	0,69	0,98	1,25	0,38	0,46	0,69	0,97	-	0,30	0,38	0,50	-
Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,354	0,45	0,73	1,01	1,28	0,55	0,80	1,07	1,00	1,27	0,42	0,72	0,97	-
Jul	1,00	1,00	1,75	0,25	0,481	0,58	0,85	1,10	1,37	0,48	0,77	1,12	1,10	1,39	0,41	0,78	0,99	-
Ago	1,00	1,00	1,75	0,25	0,426	0,64	0,90	1,15	1,42	0,38	0,85	1,00	1,16	1,43	0,33	0,65	0,87	1,50
Sep	1,00	1,00	1,75	0,25	0,454	0,62	0,88	1,14	1,42	0,44	0,87	0,93	1,14	1,41	0,37	0,55	0,82	-

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

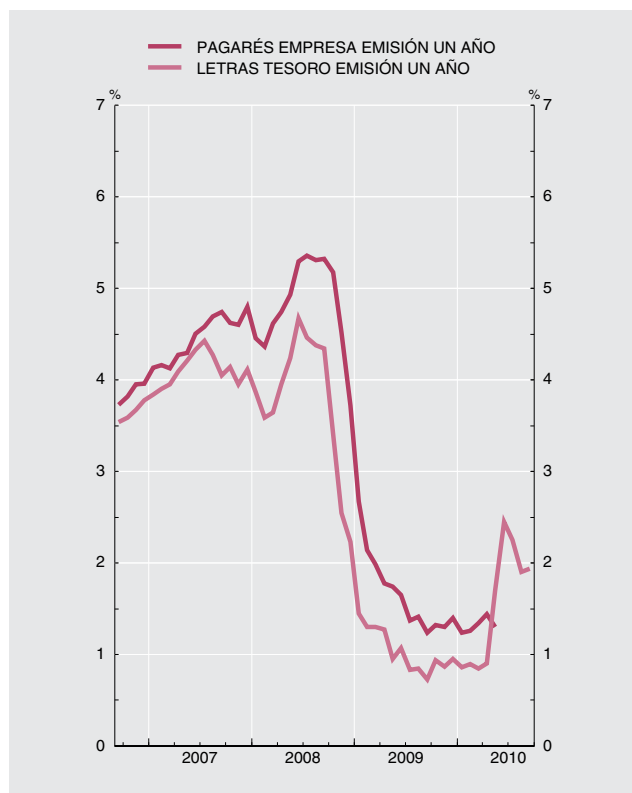
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

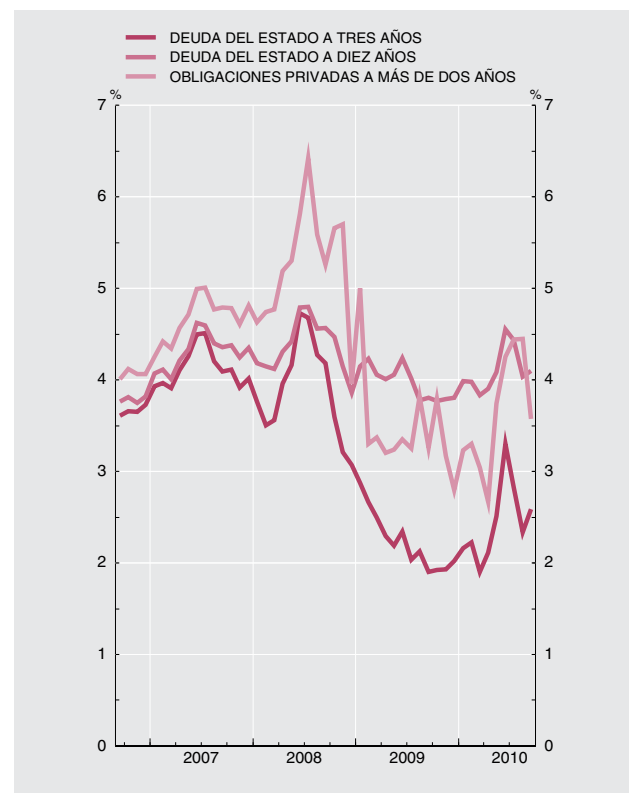
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado							Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta		
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
08	3,78	3,71	4,82	4,89	3,93	4,10	4,48	4,92	4,76	3,89	4,36	5,25
09	1,04	0,99	1,67	1,67	2,30	2,98	3,99	4,45	4,86	2,23	3,97	3,46
10	1,53	1,44	1,32	1,46	2,59	3,11	4,22	4,80	5,09	2,44	4,10	3,63
09 Jun	1,07	0,96	1,65	1,65	-	3,06	4,42	-	4,92	2,34	4,24	3,35
Jul	0,84	0,83	1,37	1,48	-	3,11	-	4,51	-	2,04	4,01	3,25
Ago	0,85	0,79	1,42	1,38	2,06	2,39	-	-	-	2,12	3,78	3,82
Sep	0,73	0,78	1,24	1,32	1,53	2,80	3,88	-	4,70	1,90	3,80	3,26
Oct	0,94	0,86	1,32	1,25	2,28	2,87	3,88	-	-	1,92	3,77	3,79
Nov	0,87	0,85	1,30	1,24	-	2,76	-	4,26	-	1,93	3,79	3,17
Dic	0,95	0,88	1,40	1,19	2,15	-	3,90	-	-	2,02	3,80	2,80
10 Ene	0,86	0,81	1,24	1,15	-	2,86	4,10	-	4,86	2,16	3,99	3,23
Feb	0,90	0,83	1,26	1,17	2,66	-	-	-	4,81	2,23	3,98	3,30
Mar	0,85	0,74	1,34	1,17	-	2,84	3,86	-	4,77	1,90	3,83	3,04
Abr	0,90	1,08	1,44	1,18	2,03	-	-	4,45	-	2,11	3,90	2,67
May	1,70	1,58	1,30	1,24	-	-	-	4,08	-	2,51	4,08	3,74
Jun	2,45	2,27	-	1,32	3,39	-	-	4,91	-	5,94	4,56	4,25
Jul	2,25	2,10	-	1,92	-	-	-	-	-	2,82	4,43	4,44
Ago	1,90	1,73	-	1,89	2,31	-	-	-	-	2,34	4,04	4,45
Sep	1,94	1,79	-	2,05	-	3,00	4,17	-	5,08	2,59	4,09	3,57

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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



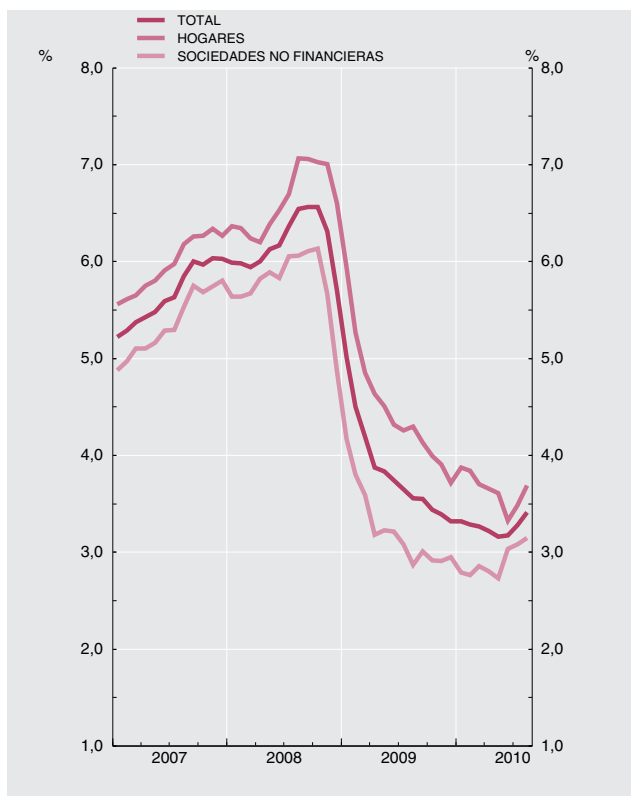
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)**

■ 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				
		2	3	4	5	6	7		9	10	11	12	13	14	15	16	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>08</b>	5,70	6,61	5,83	8,83	4,87	5,91	4,42	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29	
<b>09</b>	3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41	
<b>10</b>	A	3,41	3,69	2,64	6,86	3,15	4,27	2,62	1,46	1,55	0,30	2,50	0,43	1,19	0,55	1,97	0,43
<b>09</b>																	
<i>Ene</i>	5,02	5,94	4,97	8,77	4,17	5,40	3,60	2,25	2,33	0,61	3,47	1,56	1,97	1,39	2,75	1,59	
<i>Feb</i>	4,50	5,27	4,35	7,97	3,80	5,06	3,15	2,01	2,11	0,60	3,12	1,14	1,69	1,27	2,30	1,18	
<i>Mar</i>	4,19	4,85	3,91	7,63	3,59	4,84	2,97	1,77	1,87	0,55	2,76	0,89	1,44	1,01	2,03	0,94	
<i>Abr</i>	3,87	4,63	3,55	7,82	3,18	4,69	2,56	1,58	1,66	0,49	2,46	0,74	1,31	0,87	1,90	0,76	
<i>May</i>	3,84	4,51	3,36	7,90	3,23	4,62	2,57	1,49	1,58	0,46	2,38	0,64	1,21	0,79	1,77	0,70	
<i>Jun</i>	3,74	4,32	3,16	7,62	3,22	4,69	2,67	1,41	1,52	0,42	2,34	0,67	1,06	0,65	1,60	0,70	
<i>Jul</i>	3,65	4,26	3,07	7,72	3,08	4,56	2,48	1,40	1,52	0,41	2,37	0,35	1,00	0,62	1,50	0,33	
<i>Ago</i>	3,56	4,30	2,99	8,16	2,87	4,44	2,26	1,36	1,50	0,42	2,31	0,35	0,91	0,64	1,31	0,28	
<i>Sep</i>	3,55	4,13	2,82	8,01	3,01	4,60	2,27	1,25	1,37	0,37	2,13	0,37	0,88	0,54	1,34	0,32	
<i>Oct</i>	3,44	3,99	2,78	7,59	2,91	4,50	2,21	1,26	1,39	0,35	2,19	0,34	0,86	0,54	1,30	0,28	
<i>Nov</i>	3,39	3,91	2,70	7,40	2,91	4,39	2,26	1,31	1,42	0,40	2,22	0,33	0,94	0,58	1,42	0,35	
<i>Dic</i>	3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41	
<b>10</b>																	
<i>Ene</i>	3,32	3,87	2,60	7,68	2,79	4,36	2,08	1,24	1,35	0,31	2,18	0,29	0,87	0,53	1,34	0,27	
<i>Feb</i>	3,29	3,84	2,67	7,37	2,76	4,29	2,06	1,18	1,27	0,31	2,04	0,30	0,88	0,54	1,33	0,31	
<i>Mar</i>	3,27	3,70	2,60	7,04	2,86	4,21	2,27	1,30	1,37	0,31	2,19	0,33	1,05	0,57	1,68	0,25	
<i>Abr</i>	3,22	3,66	2,55	7,00	2,80	4,22	2,11	1,36	1,45	0,29	2,34	0,32	1,08	0,59	1,70	0,34	
<i>May</i>	3,16	3,61	2,50	6,98	2,73	4,33	2,07	1,30	1,37	0,27	2,21	0,39	1,08	0,57	1,74	0,40	
<i>Jun</i>	3,18	3,32	2,39	6,05	3,03	4,08	2,56	1,37	1,48	0,28	2,43	0,57	1,04	0,53	1,71	0,48	
<i>Jul</i>	3,28	3,48	2,54	6,34	3,08	4,25	2,59	1,51	1,58	0,29	2,57	0,62	1,28	0,58	2,12	0,54	
<i>Ago</i>	P	3,41	3,69	2,64	6,86	3,15	4,27	2,62	1,46	1,55	0,30	2,50	0,43	1,19	0,55	1,97	0,43

**PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS**



**DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS**



FUENTE: BE.

a. Cuadro incluido entre los requerimientos del FMI en el contexto de las Normas Especiales de Distribución de Datos (NEDD)

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

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

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

e. Hasta mayo de 2010, inclusive, esta columna incluye el crédito concedido a través de tarjetas de crédito (véase nota de novedades del Boletín Estadístico julio-agosto 2010).

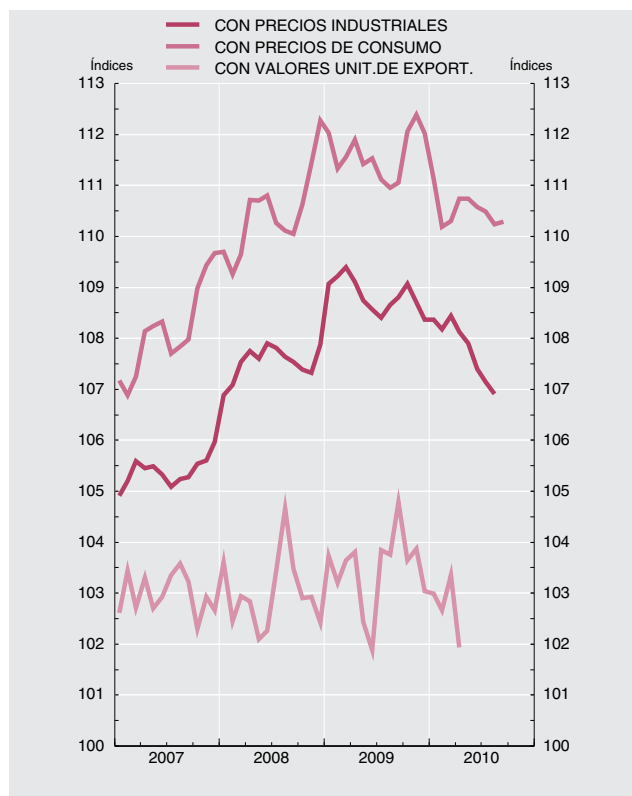
#### 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales (10)	Con precios de consumo (11)	Con costes laborales unitarios totales (12)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (13)	Con valores unitarios de las exportaciones (14)
	Con precios industriales (1)	Con precios de consumo (2)	Con costes laborales unitarios totales (3)	Con valores unitarios de las exportaciones (4)		Con precios industriales (6)	Con precios de consumo (7)	Con costes laborales unitarios totales (8)	Con valores unitarios de las exportaciones (9)					
<b>07</b>	105,4	108,1	110,8	103,0	100,0	105,4	108,2	110,8	103,1	105,9	109,1	113,0	120,8	104,4
<b>08</b>	107,5	110,5	113,8	103,0	101,3	106,1	109,0	112,3	101,8	107,1	110,2	114,6	123,7	104,4
<b>09</b>	108,8	111,6	112,2	103,5	103,2	105,4	108,1	108,6	100,3	107,1	109,6	110,9	115,4	104,8
<b>08 III</b>	107,7	110,1	113,8	103,9	101,0	106,6	109,0	112,6	102,9	107,5	110,1	114,9	124,1	105,4
<b>08 IV</b>	107,5	111,4	112,9	102,7	102,2	105,3	109,1	110,6	100,7	106,5	110,3	112,7	117,7	103,6
<b>09 I</b>	109,2	111,7	112,6	103,5	103,7	105,4	107,7	108,6	99,9	107,0	109,0	110,6	112,8	104,6
<b>09 II</b>	108,8	111,6	112,1	102,7	103,2	105,4	108,1	108,6	99,6	107,2	109,6	110,9	114,8	104,1
<b>09 III</b>	108,6	111,0	111,5	104,1	102,8	105,6	108,0	108,4	101,3	107,3	109,5	110,9	116,4	105,6
<b>09 IV</b>	108,7	112,2	112,4	103,5	103,2	105,3	108,7	108,8	100,4	107,1	110,2	111,3	117,6	105,1
<b>10 I</b>	108,3	110,6	111,0	103,0	102,8	105,3	107,5	107,9	100,3	107,2	109,2	110,4	116,1	104,9
<b>10 II</b>	107,8	110,7	110,4	...	102,4	105,3	108,1	107,8	...	107,2	109,8	110,5	114,7	...
<b>09 Dic</b>	108,4	112,0	...	103,0	103,2	105,0	108,6	...	99,9	106,9	110,2	...	...	104,7
<b>10 Ene</b>	108,4	111,1	...	103,0	102,9	105,3	108,0	...	100,2	107,1	109,8	...	...	105,0
<b>10 Feb</b>	108,2	110,2	...	102,7	102,7	105,3	107,3	...	100,0	107,1	109,0	...	...	104,5
<b>10 Mar</b>	108,4	110,3	...	103,4	102,9	105,4	107,2	...	100,5	107,2	108,9	...	...	105,3
<b>10 Abr</b>	108,1	110,7	...	101,9	102,5	105,5	108,0	...	99,5	107,3	109,7	...	...	104,2
<b>10 May</b>	107,9	110,7	...	...	102,5	105,3	108,1	...	...	107,2	109,8	...	...	...
<b>10 Jun</b>	107,4	110,6	...	...	102,2	105,1	108,3	...	...	107,0	110,0	...	...	...
<b>10 Jul</b>	107,2	110,5	...	...	102,2	104,8	108,1	...	...	106,7	109,9	...	...	...
<b>10 Ago</b>	106,9	110,2	...	...	102,0	104,8	108,1	...	...	106,7	109,9	...	...	...
<b>10 Sep</b>	...	110,3	...	...	102,1	...	108,0	...	...	...	109,8	...	...	...

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



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados					Frente a los países industrializados								
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales (1)	Con precios consumo (2)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (3)	Con valores unitarios de las exportaciones (4)		Con precios industriales (6)	Con precios consumo (7)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (8)	Con valores unitarios de las exportaciones (9)	Con precios industriales (10)	Con precios consumo (11)		Con precios industriales (13)	Con precios consumo (14)
<b>07</b>	109,7	112,4	124,7	105,5	101,8	107,8	110,4	122,5	103,7	110,5	113,7	102,8	107,5	110,6
<b>08</b>	112,2	115,3	130,1	105,7	103,4	108,5	111,5	125,8	102,3	113,0	116,7	104,8	107,8	111,3
<b>09</b>	111,7	114,9	122,5	105,2	103,7	107,8	110,8	118,2	101,5	112,1	115,8	104,8	107,0	110,5
<b>08 III</b>	112,9	115,6	131,1	106,8	103,8	108,8	111,4	126,4	103,0	113,7	117,0	105,2	108,0	111,2
<b>08 IV</b>	110,5	114,7	123,6	104,3	102,7	107,6	111,7	120,4	101,7	110,6	115,2	103,4	106,9	111,4
<b>09 I</b>	111,3	114,0	119,7	104,6	103,3	107,8	110,4	115,9	101,3	111,4	114,4	104,0	107,1	110,0
<b>09 II</b>	111,6	114,8	122,3	104,3	103,5	107,8	110,9	118,2	100,8	111,8	115,5	104,5	107,0	110,6
<b>09 III</b>	111,9	114,8	123,2	106,2	103,7	107,9	110,7	118,8	102,5	112,5	115,9	105,1	107,1	110,3
<b>09 IV</b>	112,0	116,0	124,8	105,7	104,1	107,6	111,4	119,8	101,5	112,6	117,2	105,6	106,6	111,0
<b>10 I</b>	111,0	113,7	121,6	104,5	103,1	107,6	110,3	117,9	101,4	110,7	114,1	103,9	106,6	109,8
<b>10 II</b>	109,6	112,9	118,4	...	101,7	107,8	111,0	116,4	...	108,6	112,4	101,7	106,8	110,6
<b>09 Dic</b>	111,5	115,8	...	105,2	104,0	107,3	111,4	...	101,2	111,9	116,9	105,3	106,3	110,9
<b>10 Ene</b>	111,3	114,6	...	104,8	103,5	107,6	110,8	...	101,3	111,3	115,3	104,6	106,5	110,2
<b>10 Feb</b>	110,7	113,2	...	104,1	102,9	107,6	110,1	...	101,2	110,3	113,5	103,6	106,5	109,6
<b>10 Mar</b>	110,9	113,3	...	104,7	103,0	107,7	110,1	...	101,7	110,4	113,5	103,5	106,7	109,6
<b>10 Abr</b>	110,6	113,8	...	103,2	102,6	107,8	110,9	...	100,7	110,0	113,7	102,9	106,8	110,5
<b>10 May</b>	109,6	112,8	...	...	101,7	107,8	111,0	...	...	108,4	112,2	101,5	106,8	110,5
<b>10 Jun</b>	108,7	112,2	...	...	100,9	107,7	111,2	...	...	107,4	111,4	100,6	106,7	110,7
<b>10 Jul</b>	108,8	112,5	...	...	101,3	107,4	111,1	...	...	107,8	112,0	101,3	106,4	110,5
<b>10 Ago</b>	108,7	112,3	...	...	101,1	107,4	111,0	...	...	107,7	111,9	101,2	106,4	110,5
<b>10 Sep</b>	...	112,4	...	...	101,3	...	110,9	...	...	...	111,9	101,4	...	110,4

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

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

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



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

JUL-AGO 2009	Informe trimestral de la economía española	11	
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2009	81	
	El funcionamiento del mercado de trabajo y el aumento del paro en España	95	
	Mediciones alternativas de las rentas del autoempleo: implicaciones sobre la renta laboral	117	
	Los efectos macroeconómicos de las diferencias en las condiciones de acceso al crédito entre sectores productivos: un análisis teórico	129	
	El G 20 y la reforma de la arquitectura financiera internacional	139	
	Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2008	153	
	Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2008	171	
Regulación financiera: segundo trimestre de 2009	183		
SEP 2009	Evolución reciente de la economía española	11	
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2009	31	
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa	47	
	Algunas consideraciones sobre los efectos macroeconómicos de los salarios y del empleo de las Administraciones Públicas	57	
	¿Afectan los cambios institucionales a los ciclos económicos?	75	
	La Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: contenido informativo sobre la evolución de los componentes del PIB	85	
	La financiación del déficit exterior de Estados Unidos	95	
	La economía de género: un campo de investigación en expansión	109	
OCT 2009	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11	
	Informe trimestral de la economía española	21	
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2009	91	
	Determinantes y características de las empresas de alto crecimiento en España	105	
	Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2009	113	
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2009	143	
NOV 2009	Evolución reciente de la economía española	11	
	Resultados de las empresas no financieras en 2008 y hasta el tercer trimestre de 2009	31	
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa	51	
	Las implicaciones macroeconómicas de la heterogeneidad en los procesos de determinación de precios	63	
	La extracción de las expectativas del mercado sobre inflación y tipos de interés a partir de las rentabilidades de la deuda pública en la UEM y en Estados Unidos	73	
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2009	83	
	Los mercados internacionales de deuda tras la crisis financiera	95	
DIC 2009	Evolución reciente de la economía española	11	
	Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas	29	
	Análisis del impacto del gasto en I+D sobre la actividad: un enfoque agregado	43	
	Las finanzas de los hogares y la macroeconomía	55	
China en la economía internacional. Impacto e implicaciones de la crisis	65		
ENE 2010	Informe trimestral de la economía española	11	
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2010	81	
	Evolución de la composición de la cartera financiera de los hogares en España en el contexto de la crisis financiera internacional	95	
	Una comparación de los ciclos inmobiliarios recientes en España, Estados Unidos y Reino Unido	107	
	Un análisis de la cuota de mercado de la UEM en el período 1994-2007	121	
	Un modelo de equilibrio general (BEMOD) para el análisis de la economía española en la zona del euro	137	
	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009	147	
FEB 2010	Evolución reciente de la economía española	11	
	La evolución del empleo y del paro en 2009, según la Encuesta de Población Activa	31	
	Evolución reciente de la población en España y proyecciones a corto y largo plazo	45	
	Evolución reciente de las comisiones por servicios bancarios	55	
Un modelo sencillo para analizar las causas y consecuencias de las variaciones en el precio del petróleo	65		

MAR 2010	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Informe de proyecciones de la economía española 29</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2009 y avance de cierre del ejercicio 45</p> <p>Fluctuaciones del empleo en un mercado de trabajo con contratación dual 61</p> <p>Los instrumentos de ahorro-previsión en España: desarrollos recientes 71</p> <p>La financiación del comercio y la evolución del comercio internacional durante la crisis 83</p>
ABR 2010	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2010 73</p> <p>Las reformas microeconómicas en el área del euro 85</p> <p>El comercio exterior de servicios no turísticos en España 103</p> <p>Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2010 115</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2010 145</p>
MAY 2010	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>Comportamiento cíclico de las entradas y salidas de inmigrantes 39</p> <p>El endeudamiento de las sociedades no financieras españolas. Evolución temporal y comparación con el área del euro 49</p> <p>El empleo de la UEM en 2009 65</p> <p>La crisis financiera global en América Latina y Europa del Este. Un análisis comparado 77</p>
JUN 2010	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2010 39</p> <p>La evolución cíclica de la inversión residencial: algunos hechos estilizados 55</p> <p>Evolución reciente de la financiación a sociedades no financieras en España 65</p> <p>Los efectos de la estabilidad laboral sobre el ahorro y la riqueza de los hogares españoles 79</p> <p>El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis 87</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2009 105</p>
JUL-AGO 2010	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2010 81</p> <p>La innovación en España: el papel de la difusión tecnológica y la capacidad de absorción de las empresas 95</p> <p>El contenido informativo de las encuestas de opinión en períodos de crisis económica 109</p> <p>La evolución en España de los programas públicos de apoyo financiero al sector privado durante la crisis 125</p> <p>La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010 133</p> <p>Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2009 147</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2009 165</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2010 177</p>
SEP 2010	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2010 31</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa 47</p> <p>Un indicador de la dependencia exterior y diversificación energéticas: una aplicación para España 57</p> <p>El apoyo público al sector financiero en la zona del euro durante la crisis 69</p> <p>El posible papel de una utilización asimétrica de las facilidades permanentes en la gestión de la liquidez 83</p> <p>La cooperación técnica internacional y su desarrollo en el Banco de España 93</p>
OCT 2010	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 21</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2010 89</p> <p>La evolución de los beneficios y la rentabilidad empresarial durante la crisis económica 103</p> <p>La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2010 115</p> <p>Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2010 127</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2010 159</p>

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

#### PERIÓDICOS

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

#### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

#### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).

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

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

- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).
- 54 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. I: Banco de San Carlos (2009).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0918 KAI CHRISTOFFEL, JAMES COSTAIN, GREGORY DE WALQUE, KEITH KUESTER, TOBIAS LINZERT, STEPHEN MILLARD Y OLIVIER PIERRARD: Wage, inflation and employment dynamics with labour market matching.
- 0919 JESÚS VÁZQUEZ, RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JUAN-MIGUEL LONDOÑO: On the informational role of term structure in the US monetary policy rule.
- 0920 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: What makes a high-growth firm? A probit analysis using Spanish firm-level data.
- 0921 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI Y EVA ORTEGA: Do institutional changes affect business cycles? Evidence from Europe.
- 0922 GALO NUÑO: Technology, convergence and business cycles.
- 0923 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ: The relationship between public and private saving in Spain: Does Ricardian equivalence hold?
- 0924 GONZALO FERNÁNDEZ-DE-CÓRDOBA, JAVIER J. PÉREZ Y JOSÉ L. TORRES: Public and private sector wages interactions in a general equilibrium model.
- 0925 ÁNGEL ESTRADA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: R&D investment and endogenous growth: a SVAR approach.
- 0926 JUANA ALEDO, FERNANDO GARCÍA-MARTÍNEZ Y JUAN M. MARÍN DIAZARAQUE: Firm-specific factors influencing the selection of accounting options provided by the IFRS: Empirical evidence from Spanish market.
- 0927 JAVIER ANDRÉS, SAMUEL HURTADO, EVA ORTEGA Y CARLOS THOMAS: Spain in the euro: a general equilibrium analysis.
- 0928 MAX GILLMAN Y ANTON NAKOV: Monetary effects on nominal oil prices.
- 0929 JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Distributional tests in multivariate dynamic models with Normal and Student *t* innovations.
- 0930 JOAN PAREDES, PABLO BURRIEL, FRANCISCO DE CASTRO, DANIEL GARROTE, ESTHER GORDO Y JAVIER J. PÉREZ: Fiscal policy shocks in the euro area and the US: an empirical assessment.
- 0931 TERESA LEAL, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: Short-term monitoring of the Spanish Government balance with mixed-frequencies models.
- 0932 ANTON NAKOV Y GALO NUÑO: *Oligopoly*: a general equilibrium model of the oil-macroeconomy nexus.
- 0933 TERESA LEAL Y JAVIER J. PÉREZ: Análisis de las desviaciones presupuestarias aplicado al caso del presupuesto del Estado.
- 0934 JAVIER J. PÉREZ Y A. JESÚS SÁNCHEZ: Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data.
- 0935 JOAN PAREDES, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information.
- 1001 JAVIER ANDRÉS, ÓSCAR ARCE Y CARLOS THOMAS: Banking competition, collateral constraints and optimal monetary policy.
- 1002 CRISTINA BARCELÓ Y ERNESTO VILLANUEVA: The response of household wealth to the risk of losing the job: evidence from differences in firing costs.
- 1003 ALEXANDER KARAVANOV, SONIA RUANO, JESÚS SAURINA Y ROBERT TOWNSEND: No bank, one bank, several banks: does it matter for investment?
- 1004 GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: Asymmetric standing facilities: an unexploited monetary policy tool.
- 1005 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: How does competition impact bank risk-taking?
- 1006 GIUSEPPE BERTOLA, AURELIJUS DABUSINSKAS, MARCO HOEBERICHTS, MARIO IZQUIERDO, CLAUDIA KWAPIL, JEREMI MONTORNÉS Y DANIEL RADOWSKI: Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN Survey.
- 1007 JAVIER MENCÍA: Testing non linear dependence in the Hedge Fund industry.
- 1008 ALFREDO MARTÍN-OLIVER: From proximity to distant banking: Spanish banks in the EMU.
- 1009 GALO NUÑO: Optimal research and development expenditure: a general equilibrium approach.
- 1010 LUIS J. ÁLVAREZ Y PABLO BURRIEL: Is a Calvo price setting model consistent with micro price data?
- 1011 JENS HAGENDORFF, IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union.
- 1012 DAVID DE ANTONIO LIEDO: General Equilibrium Restrictions for Dynamic Factor Models.
- 1013 JAMES COSTAIN, JUAN F. JIMENO Y CARLOS THOMAS: Employment fluctuations in a dual labor market.
- 1014 LUIS M. VICEIRA Y RICARDO GIMENO: The euro as a reserve currency for global investors.
- 1015 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Understanding the Spanish business innovation gap: The role of spillovers and firms' absorptive capacity.
- 1016 AITOR LACUESTA Y SERGIO PUENTE: El efecto del ciclo económico en las entradas y salidas de inmigrantes en España.
- 1017 REBEKKA CHRISTOPOULOU, JUAN F. JIMENO Y ANA LAMO: Changes in the wage structure in EU countries.



- 1018 THOMAS BREUER, MARTIN JANDAČKA, JAVIER MENCÍA Y MARTIN SUMMER: A systematic approach to multi-period stress testing of portfolio credit risk.
- 1019 LUIS J. ÁLVAREZ Y PABLO BURRIEL: Micro-based estimates of heterogeneous pricing rules: The United States vs. the euro area.
- 1020 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: I.T. investment and intangibles: Evidence from banks.
- 1021 LUISA LAMBERTINI, CATERINA MENDICINO Y MARIA TERESA PUNZI: Expectations-driven cycles in the housing market.
- 1022 JULIÁN MESSINA, PHILIPP DU CAJU, CLÁUDIA FILIPA DUARTE, NIELS LYNGGARD HANSEN Y MARIO IZQUIERDO: The incidence of nominal and real wage rigidity: an individual-based sectoral approach.
- 1023 ALESSIO MORO: Development, growth and volatility.
- 1024 LUIS J. ÁLVAREZ Y ALBERTO CABRERO: Does housing really lead the business cycle?
- 1025 JUAN S. MORA-SANGUINETTI: Is judicial inefficiency increasing the house property market weight in Spain? Evidence at the local level.
- 1026 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y PILAR PONCELA: Green shoots in the Euro area. A real time measure.
- 1027 AITOR ERCE Y JAVIER DÍAZ-CASSOU: Creditor discrimination during sovereign debt restructurings.
- 1028 RAFAEL REPULLO, JESÚS SAURINA Y CARLOS TRUCHARTE: Mitigating the pro-cyclicality of Basel II.
- 1029 ISABEL ARGIMÓN Y JENIFER RUIZ: The effects of national discretions on banks.
- 1030 GABRIEL JIMÉNEZ, STEVEN ONGENA, JOSÉ-LUIS PEYDRÓ Y JESÚS SAURINA: Credit supply: identifying balance-sheet channels with loan applications and granted loans.
- 1031 ENRIQUE MORAL-BENITO: Determinants of economic growth: A Bayesian panel data approach.
- 1032 GABE J. DE BONDT, TUOMAS A. PELTONEN Y DANIEL SANTABÁRBARA: Booms and busts in China's stock market: Estimates based on fundamentals.
- 1033 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y JULIAN VON LANDESBERGER: Explaining the demand for money by non-financial corporations in the euro area: A macro and a micro view.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.<sup>a</sup> VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
- 1002 SONSOLES GALLEGU, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTIN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.  
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.  
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*\*).  
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.  
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.  
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.  
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.  
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*). (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.  
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).  
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21<sup>st</sup> century (2006). Ejemplar gratuito.  
JUAN F. JIMENO (Ed.): Spain and the euro. The first ten years (2010). Ejemplar gratuito.

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)  
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)  
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>  
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)  
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

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

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual  
Boletín Mensual  
Otras publicaciones

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

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema

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