

BOLETÍN ECONÓMICO

04/2015

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



ÍNDICE

Principales indicadores de la evolución reciente de la economía española	3
Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2015	13
Actualización de la función de las exportaciones españolas de bienes	31
Negociación colectiva, rigideces salariales y empleo: un análisis con datos microeconómicos	41
El empleo en la UEM en 2014	49
Informe de economía latinoamericana: primer semestre de 2015	61
Regulación financiera: primer trimestre de 2015	89
Indicadores económicos	1*
Publicaciones del Banco de España	67*
Siglas, abreviaturas y signos utilizados	68*

Indicadores recientes del entorno exterior

El tono de los mercados financieros internacionales durante el último mes fue positivo, caracterizado por un mayor apetito por el riesgo y una menor volatilidad (excepto en los mercados cambiarios), a lo que contribuyó el desarrollo del programa de compras de activos del BCE. No obstante, la incertidumbre sobre Grecia se hizo notar tenuemente en algunos segmentos de los mercados europeos. Las bolsas de las economías desarrolladas registraron ganancias moderadas, incluso en Estados Unidos, donde se publicaron datos macroeconómicos peores de lo esperado, lo que aumentó la incertidumbre sobre la fecha en la que puede iniciarse la esperada normalización de los tipos de interés. Por otro lado, las rentabilidades de la deuda a largo plazo de las principales economías se mantuvieron en niveles reducidos, muy parecidos a los del mes anterior. La evolución de los mercados emergentes fue favorable, registrándose subidas de las bolsas superiores al 5 % en todas las regiones y descensos de los diferenciales soberanos. En los mercados cambiarios, el dólar volvió a apreciarse frente a las principales monedas, aunque algo menos que en meses anteriores. Por su parte, los precios de las materias primas se mantuvieron relativamente estables; en particular, el precio del barril de petróleo Brent siguió oscilando en una banda de entre 55 y 60 dólares, si bien en los últimos días se ha situado por encima de ese rango.

La evolución de la actividad en las economías avanzadas no pertenecientes al área del euro mostró ciertas diferencias entre países. En Estados Unidos, los datos publicados —en particular, los de empleo— se situaron por debajo de lo esperado, apuntando a una moderación significativa del crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2015. Aunque no parece que esto represente un cambio de tendencia, podría traducirse en un retraso de la primera subida del tipo de interés oficial por parte de la Reserva Federal. Por el contrario, en Japón y en Reino Unido los indicadores más recientes han reflejado un aumento moderado de la actividad, basada en el consumo y, en el caso de Reino Unido, con el apoyo de la demanda externa. Por otra parte, la inflación se situó en marzo en el -0,1 % interanual en Estados Unidos, y en el 0 % en Reino Unido y en Japón (con datos de febrero, excluida la alza impositiva). La tasa subyacente, no obstante, varía entre el 0 % de Japón y el 1,8 % de Estados Unidos.

En las economías emergentes, los datos de actividad más recientes apuntan a que se estaría produciendo una desaceleración adicional del PIB en la mayoría de regiones. En América Latina, los indicadores de alta frecuencia reflejan un menor avance de la actividad en el conjunto de la región, aunque con ciertas diferencias entre países. En Brasil, la actividad se ha debilitado aún más, mientras que en México la recuperación se estaría consolidando, aunque a un ritmo inferior al esperado, y en Chile los datos continuaron siendo positivos. En China, el crecimiento interanual del PIB se situó en el 7 % en el primer trimestre de 2015, tres décimas por debajo del registro del trimestre anterior. La inflación mostró una tendencia descendente en las regiones emergentes, con la excepción de América Latina, donde el promedio de los cinco países de la región con objetivos de inflación aumentó hasta el 5,7 % interanual. En este contexto, los bancos centrales de Rumanía y de Hungría recortaron sus tipos oficiales. En China han seguido produciéndose también avances en el proceso de reforma del sistema financiero, destacando el anuncio de la puesta en marcha del fondo de garantía de depósitos el próximo 1 de mayo, a la vez que el tono de la política monetaria se ha vuelto más expansivo para modular la desaceleración económica.

		2014			2015		
		Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	-0,6	0,8	0,4	1,6		
	Comercio al por menor	1,4	3,2	3,2	3,0		
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,6	-10,9	-8,5	-6,7	-3,7	-4,6
	Indicador de confianza industrial CE	-3,9	-5,0	-4,5	-4,6	-2,9	
	PMI de manufacturas	50,1	50,5	51,0	51,0	52,2	51,9
	PMI de servicios	51,1	51,6	52,7	53,8	54,2	53,7
	IAPC	0,3	-0,2	-0,6	-0,3	-0,1	
Variables monetarias y financieras	M3	3,1	3,6	3,7	4,0		
	M1	6,9	7,9	8,9	9,1		
	Crédito a AAPP (c)	0,8	2,0	2,3	1,8		
	Préstamos a hogares	0,7	0,8	0,9	1,0		
	Préstamos a sociedades no financieras	-1,4	-1,1	-0,9	-0,4		
	Eonia	-0,01	-0,03	-0,05	-0,04	-0,05	-0,08
	Euríbor a tres meses	0,08	0,08	0,06	0,05	0,03	0,01
	Euríbor a un año	0,33	0,33	0,30	0,26	0,21	0,18
	Rendimiento bonos a diez años	1,62	1,45	1,27	1,21	0,96	0,83
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,71	0,76	0,64	0,76	1,09	1,08
	Tipo de cambio dólar/euro	1,25	1,23	1,16	1,14	1,08	1,07
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (d)	4,60	1,20	6,50	14,40	17,50	17,50

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

a Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual), y bolsa.

b Datos hasta el día 23 de abril de 2015.

c Incluye préstamos y valores.

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

La información más reciente sobre el área del euro confirma la moderada aceleración del ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año que pronostica la mayoría de las predicciones, si bien la información parcial correspondiente a abril no es tan positiva. Por el lado de la oferta, los indicadores de confianza de la Comisión Europea y las opiniones de las encuestadas realizadas a los directores de compras —PMI— mejoraron en marzo, aunque estos últimos disminuyeron en abril, según los datos de avance. Otra información más retrasada apunta en esta misma dirección, al apreciarse un fuerte crecimiento de la producción industrial y una nueva moderación de la tasa de paro en febrero. Por el lado de la demanda, la confianza de los consumidores disminuyó en abril, según la estimación de avance, interrumpeando la trayectoria ascendente de los primeros meses del año, y las matriculaciones de automóviles crecieron de forma significativa al cierre del primer trimestre; por su parte, las ventas del comercio al por menor registraron en febrero una ligera contracción, después de cuatro meses de intenso crecimiento. En el ámbito de la inversión, la cartera de pedidos y las expectativas de producción en la industria mejoraron en marzo, al tiempo que destaca un tono más positivo en la cartera de pedidos industriales para exportación.

Las expectativas de crecimiento a medio plazo han mostrado también una cierta mejoría, sustentada en diversos factores, entre los que destacan la caída del precio del petróleo, la depreciación del tipo de cambio del euro y el carácter más expansivo de la política monetaria del Eurosistema. Entre las previsiones más recientes, el Fondo Monetario Internacional, en su último informe de perspectivas de la economía mundial, ha revisado al alza el crecimiento del área del euro para 2015 en tres décimas, hasta un 1,5 %, y para 2016 en

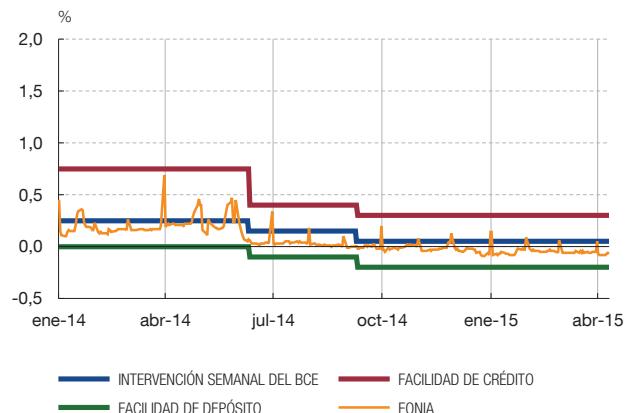
ÁREA DEL EURO: ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO Y TIPOS OFICIALES

GRÁFICO 1

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales



TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



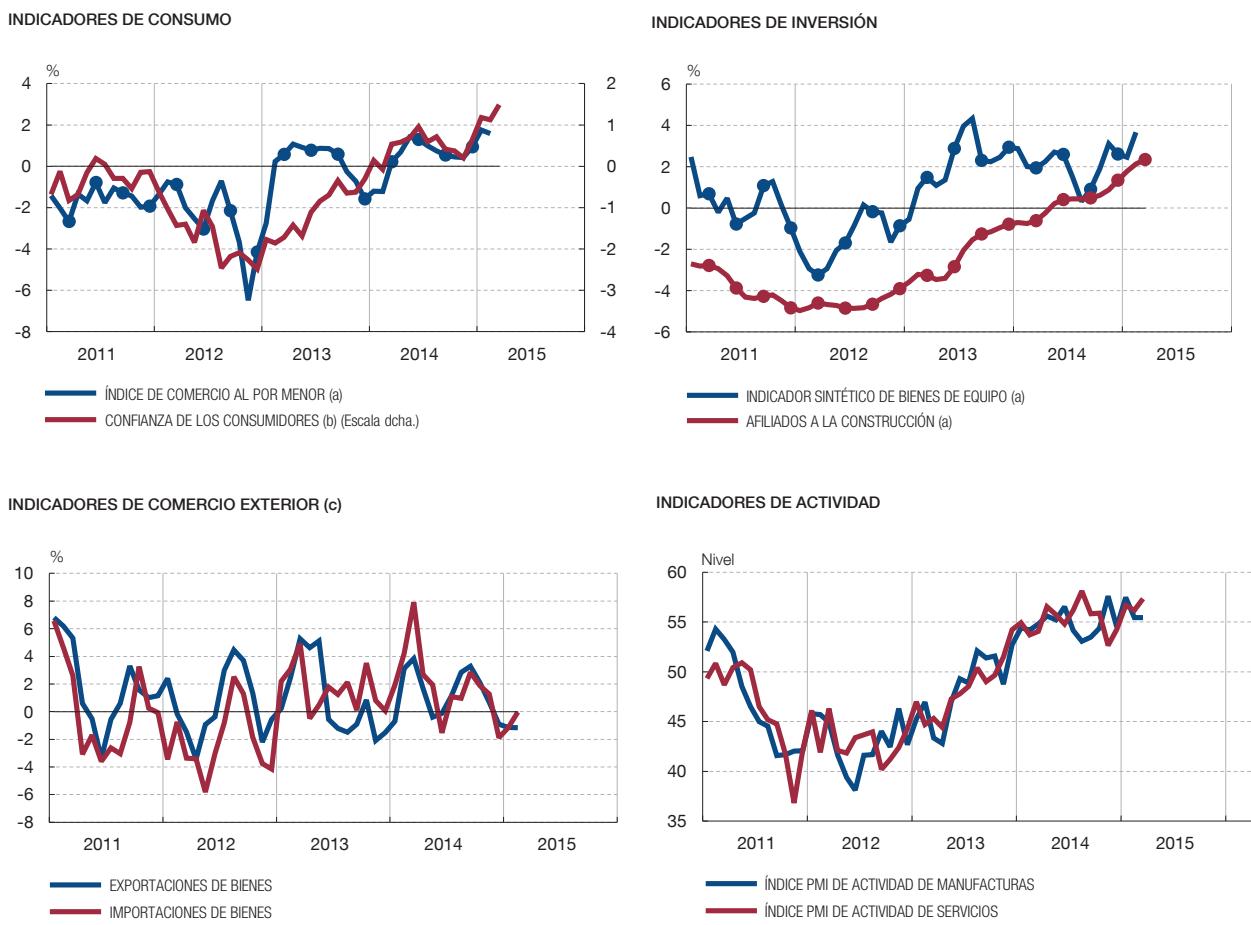
FUENTES: Banco Central Europeo y Eurostat.

dos décimas, hasta un 1,6 %. En la misma línea se sitúa la encuesta al panel de expertos del BCE del segundo trimestre, que eleva el crecimiento este año tres décimas, hasta el 1,4 %, y el próximo año dos décimas, hasta el 1,7 %.

En el ámbito de los precios, la inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó en marzo dos décimas, hasta el –0,1 %, debido a la menor caída de los precios energéticos (véase gráfico 1). Por el contrario, la inflación subyacente, excluyendo energía y alimentos no elaborados, se redujo una décima, hasta el 0,6 % interanual. Las previsiones a medio plazo más recientes, como las del panel de expertos del BCE, han experimentado una cierta corrección al alza, si bien todavía los niveles se sitúan por debajo de la referencia de la autoridad monetaria. Por otra parte, en febrero se moderó también la tasa de caída interanual de los precios industriales en 0,7 puntos, hasta el 2,8 %.

En su reunión del 15 de abril, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo los tipos de interés de referencia (véase gráfico 1) y prosiguió con la implementación del programa de compra de activos, en línea con los objetivos anunciados de 60 mm de euros por mes. El programa está contribuyendo a comprimir los rendimientos de la deuda pública (incluida la de máxima calificación crediticia) respecto a las cotizaciones de finales de marzo. Las tensiones en torno a la conclusión del segundo programa de asistencia financiera a Grecia, sin embargo, afectaron a los diferenciales soberanos y a los mercados de renta variable, interrumpiendo las sendas positivas de los últimos meses. Por su parte, en los mercados de divisas el euro llegó a alcanzar cotizaciones mínimas frente al dólar (1,07 dólares/euro), si bien no definió una tendencia clara en el conjunto de abril, en un contexto de incertidumbre sobre el calendario de las previsibles subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal.

Finalmente, los agregados crediticios mantuvieron una dinámica positiva, con una lige ra aceleración del crecimiento de los préstamos a los hogares y una menor caída de los préstamos a sociedades no financieras en febrero. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE correspondiente al primer trimestre muestra una nueva relajación en los criterios de aprobación y una mejoría adicional en las condiciones aplicables, así como expectativas más favorables de demanda en el segundo trimestre. Asimismo, la encuesta recoge una valoración positiva por parte de las entidades financieras del papel



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

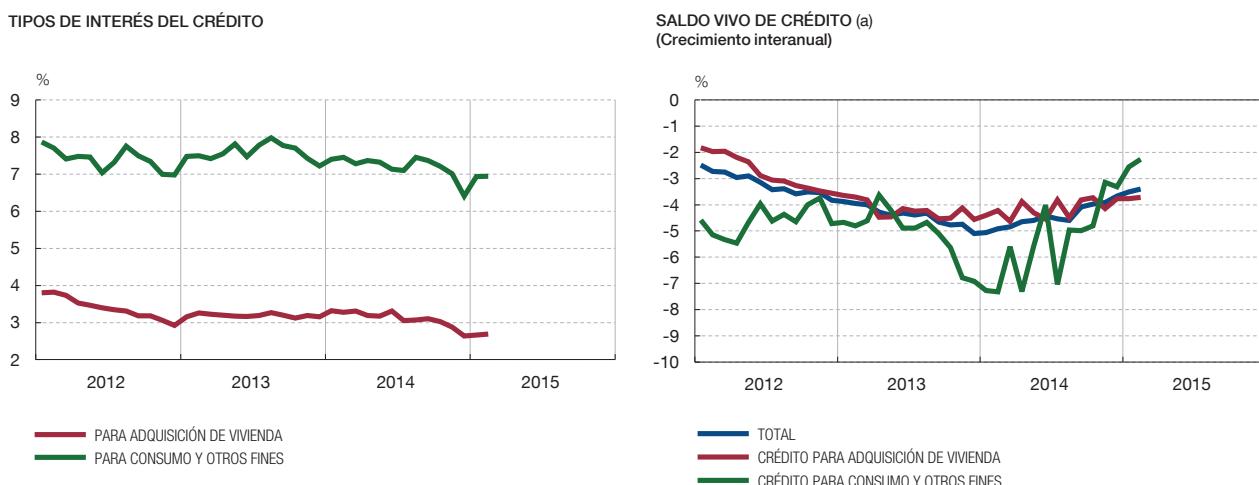
- a Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- c Datos de Aduanas. Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

que el programa de compra de activos del BCE está teniendo a la hora de favorecer esas dinámicas.

Indicadores de las decisiones de gasto de los hogares

Los indicadores más recientes relativos al consumo privado apuntan a un mantenimiento del dinamismo que esta variable mostró en la parte final de 2014. En particular, entre los indicadores de opinión, los índices de confianza de los hogares y de los comerciantes minoristas, elaborados por la Comisión Europea, prolongaron hasta marzo el tono expansivo con que empezaron el año (véase gráfico 2). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos particulares siguieron mostrando una notable fortaleza en marzo, con una tasa de crecimiento intermensual del 3,6 %. Con información más retrasada, el índice de comercio al por menor y el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de la Agencia Tributaria continuaron registrando avances interanuales en febrero, aunque algo atenuados con relación a enero. Por el contrario, la producción industrial de bienes de consumo presentó un tono de mayor firmeza en el segundo mes del año en comparación con el primero.

Al inicio de 2015, habría continuado la recuperación de la inversión residencial que comenzó un año antes. En particular, los visados de obra nueva residencial experimentaron



FUENTE: Banco de España.

a. Incluye los créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb. Tasas calculadas como flujo efectivo acumulado en doce meses entre saldo del mismo mes del año anterior.

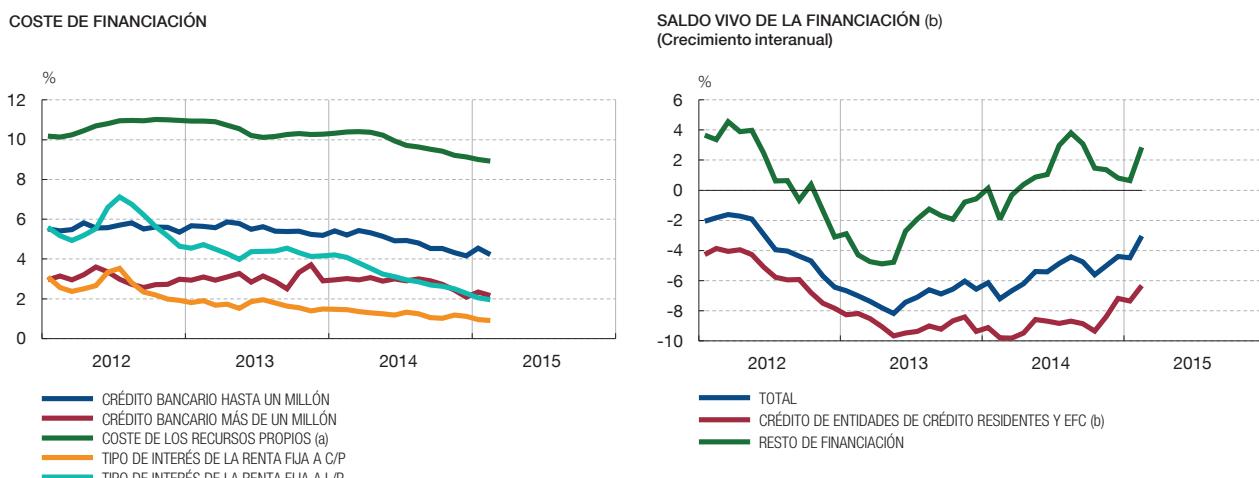
en enero un elevado crecimiento interanual (39 %), mientras que, desde la óptica de la demanda, las transmisiones de viviendas prolongaron en los dos primeros meses del año la tendencia ascendente de finales del ejercicio precedente.

El comportamiento dinámico del gasto de los hogares en el período más reciente se sustenta en el dinamismo del empleo y en la mejora de los condicionantes de naturaleza financiera de los últimos meses. En febrero, los tipos de interés de los préstamos nuevos para la adquisición de vivienda y de los destinados al consumo y otros fines se mantuvieron en torno al 2,7% y al 6,9%, respectivamente (véase gráfico 3). Por su parte, los volúmenes de nuevas operaciones crecieron a tasas interanuales del 18 % en los dos segmentos, lo que supone aceleraciones de 14 puntos porcentuales (pp) y 2 pp en relación con el mes anterior, respectivamente. Ello se reflejó en una moderación del ritmo de descenso interanual del saldo vivo del crédito bancario concedido al conjunto de hogares, que se situó en el 3,4 %, una décima por debajo de la cifra de enero. El desglose por finalidades muestra una minoración del retroceso tanto de los préstamos para la adquisición de vivienda como de los destinados a consumo y otros fines. Según los datos provisionales más recientes, la caída del saldo del crédito de los hogares habría continuado suavizándose en el mes de marzo.

Indicadores de la actividad de las empresas

Los niveles de los principales indicadores cualitativos referidos a la industria siguieron aumentando a lo largo del primer trimestre. Así, el PMI de manufacturas amplió la brecha con respecto a la referencia que, *a priori*, determina la frontera entre la contracción y la expansión de la actividad del sector (el nivel 50 del indicador), y el índice de confianza industrial de la Comisión Europea aceleró su avance en marzo, situándose holgadamente por encima de su media histórica. Dentro de los indicadores cuantitativos, el índice de producción industrial ha confirmado, al inicio del año, la senda de recuperación apuntada a finales de 2014, llegando a registrar en febrero un crecimiento del 0,7 % intermensual, acompañado de una mayor fortaleza de sus principales componentes.

Por lo que se refiere a los servicios de mercado, los principales indicadores cualitativos mostraron también un repunte en el conjunto del primer trimestre. En marzo, el PMI registró un



FUENTE: Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- b Incluye los créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb. Tasas calculadas como flujo efectivo acumulado en doce meses entre saldo del mismo mes del año anterior. EFC son establecimientos financieros de crédito.

avance significativo, impulsado por la mejora de los nuevos pedidos (véase gráfico 2). Por su parte, aunque el índice de confianza de la Comisión Europea se moderó levemente en el mismo mes, el nivel alcanzado en marzo es claramente superior al observado al final de 2014. La información publicada de los indicadores cuantitativos apunta en esta misma dirección. Por un lado, tanto las ventas de servicios de las grandes empresas como el indicador de actividad del sector servicios intensificaron en febrero su ritmo interanual de avance.

Los datos más recientes de los indicadores contemporáneos de la construcción apuntan a una continuación de la mejora de la actividad del sector. Entre los relativos al mercado de trabajo, los afiliados a la Seguridad Social experimentaron un avance interanual del 5,4 % en marzo (si bien su tasa intermensual, del 0,8%, se moderó respecto a la de febrero), mientras que, entre los referidos a los consumos intermedios, el consumo aparente de cemento aumentó un 6 % en febrero. Esta mejoría también es perceptible en los indicadores de la actividad futura. En concreto, en enero se aceleraron los visados de obra nueva, tanto residencial como no residencial. Por el contrario, la licitación oficial en obra civil se redujo en ese mes en tasa interanual.

Los indicadores de la inversión empresarial mostraron, en conjunto, un tono positivo al inicio de 2015. Así, entre los de carácter cualitativo, se produjo un nuevo avance en marzo en el clima de confianza de los productores de bienes de equipo, mientras que, entre los cuantitativos, destacó el avance con que cerraron el trimestre las matriculaciones de vehículos de carga. Con información más atrasada, en febrero se observó un leve aumento interanual de la producción de bienes de equipo, mientras que las importaciones de estos bienes experimentaron un notable repunte en dicho mes.

En febrero descendieron de modo generalizado los costes de financiación de las sociedades no financieras, con una caída en los tipos de interés de los créditos nuevos de 32 puntos básicos (pb) en las operaciones de importe inferior a un millón de euros (hasta el 4,2 %) y de 17 pb (hasta el 2,2 %) en las de mayor cuantía (véase gráfico 4). También disminuyeron el coste de los recursos propios (en 7 pb), el de los pagarés (en 5 pb) y el de la emisión de valores de renta fija a largo plazo (en 11 pb).

La moderación del coste de financiación continuó favoreciendo la expansión del volumen de las nuevas operaciones crediticias en el segmento de menos de un millón de euros, que avanzó en febrero a una tasa interanual del 7 %. En cambio, en las de importe superior a esa cifra se observó un ligero retroceso (del 0,7 %). En términos de saldos vivos, la caída interanual de la financiación ajena de las sociedades no financieras se redujo en 1,5 pp, quedando situada en el 3 %. El desglose por instrumentos muestra una moderación en el ritmo de descenso en los últimos doce meses de los préstamos bancarios concedidos por las entidades residentes, que fue del 6,3 % (un punto menos que en el mes anterior), y un aumento en el dinamismo del resto de fuentes de financiación. La información provisional para el mes de marzo apunta a una prolongación de la pauta de menor caída en el saldo de la financiación bancaria.

El sector exterior

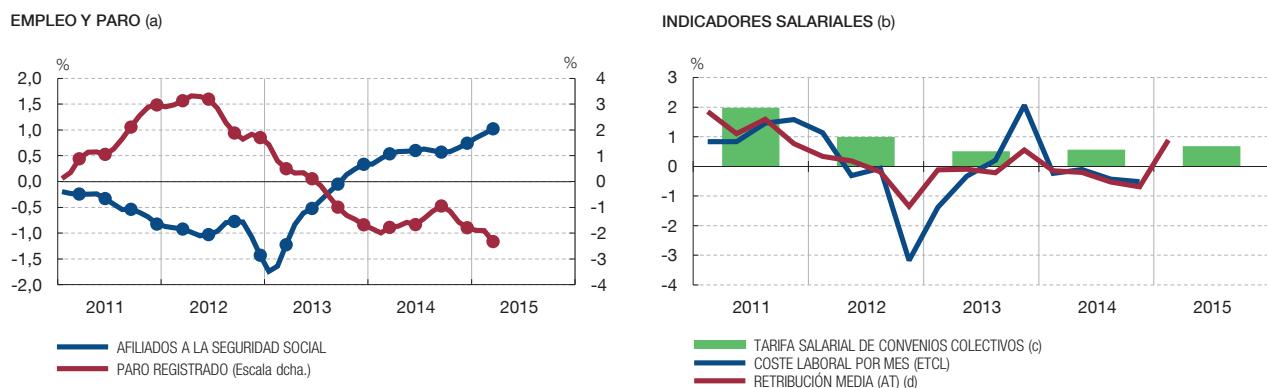
Las exportaciones reales de bienes experimentaron en febrero un crecimiento interanual del 1,5 %, tras el descenso del 3 % en enero. Por grupos de productos, el repunte de febrero fue bastante generalizado, aunque más acusado en el caso de los bienes de consumo duradero, por el empuje de los automóviles. Por áreas geográficas, aumentaron las ventas destinadas a la Unión Europea, mientras que las extracomunitarias retrocedieron por segundo mes consecutivo. En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, las entradas de turistas extranjeros siguieron mostrando una notable fortaleza en marzo. Con datos hasta febrero, el crecimiento del número de pernoctaciones fue, como en meses anteriores, más moderado.

Tras el leve descenso de enero, las importaciones reales de bienes se aceleraron hasta el 6,8 % interanual, en línea con la tasa observada en el último trimestre de 2014. Por áreas geográficas, las importaciones procedentes de la UE avanzaron de forma mucho más pronunciada que las extracomunitarias, en tanto que, por grupos de productos, en febrero sobresalió el crecimiento de las compras al exterior de bienes de equipo y de consumo duradero.

El mercado de trabajo

El empleo siguió mostrando un comportamiento favorable en los tres primeros meses de 2015. La Encuesta de Población Activa (EPA) de este período arrojó un aumento intertrimestral de la ocupación del 0,7 % en términos de la serie desestacionalizada (unos 118.000 empleos). En tasa interanual, el aumento fue del 3 %, cinco décimas más que en el trimestre precedente. Por su parte, las afiliaciones a la Seguridad Social aumentaron en marzo un 0,4 % intermensual en términos de la serie desestacionalizada, mostrando un crecimiento del 1 % en el conjunto del primer trimestre (véase gráfico 5). De acuerdo con la EPA, la creación de empleo fue generalizada por ramas de actividad en el primer trimestre, salvo en el caso de la agricultura. Los aumentos más intensos, en términos de la serie desestacionalizada, se observaron en la construcción (5,1 %) y la industria (1,5 %), aunque también alcanzaron a las ramas de servicios de mercado (0,4 %) y de no mercado (0,3 %).

Por tipo de contrato, en el primer trimestre se produjo una aceleración hasta el 2,7 % interanual de los asalariados con un contrato indefinido. No obstante, se mantuvo el mayor dinamismo de la contratación temporal. Con esta evolución, la ratio de temporalidad se situó en el 23,6 %, 0,5 pp por encima del nivel del mismo período de 2014. Atendiendo a la duración de la jornada, los ocupados a jornada completa crecieron algo menos que aquellos que tienen un contrato a tiempo parcial, con lo que la ratio de parcialidad se situó en el 16,3 %. Por último, la tasa de paro fue del 23,8 % de la población activa, lo que supone una reducción de 2,1 pp en comparación con el primer trimestre de 2014. El número de individuos desempleados se cifró en 5.444.600, cifra inferior en 488.700 personas a la observada un año antes (-8,2 % en tasa interanual).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Agencia Tributaria y Banco de España.

- a Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- b Tasas interanuales de las series originales.
- c Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta marzo de 2015.
- d Para el último trimestre, promedio de las tasas interanuales hasta febrero de 2015.

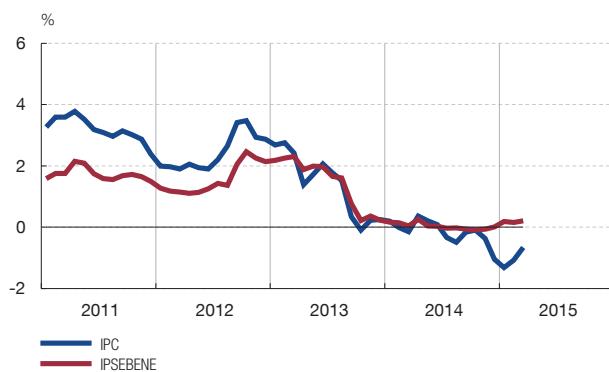
Por lo que se refiere a los costes salariales, la negociación colectiva afectó hasta marzo a unos dos millones de trabajadores, para los cuales el incremento medio acordado para 2015 es de un 0,7 %. Como ocurre habitualmente en los primeros meses del año, la gran mayoría de estos asalariados tiene un convenio firmado en ejercicios anteriores, para los cuales el incremento salarial medio pactado fue del 0,7 %, mientras que para los 50.500 trabajadores que han firmado su convenio en el presente año la subida acordada fue más moderada (del 0,4 %). Por otro lado, según la información de grandes empresas proporcionada por la Agencia Tributaria, la retribución bruta media experimentó una cierta aceleración al inicio del año, hasta crecer el 0,9 % en el promedio de enero y febrero. De acuerdo con la información disponible, este repunte se explicaría, no obstante, por un factor de naturaleza transitoria, ligado a la recuperación en las empresas públicas de una cuarta parte de la paga extra suprimida en diciembre de 2012.

La evolución de los precios

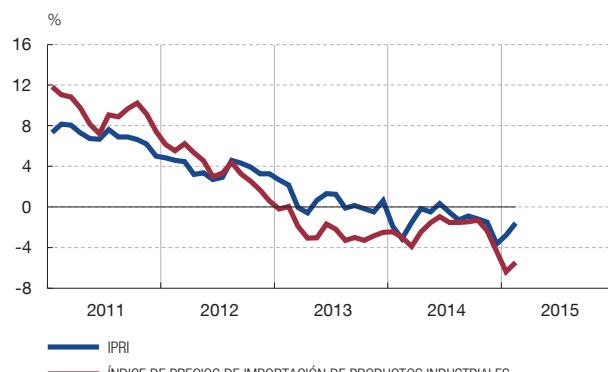
En marzo se moderó en cuatro décimas el ritmo de caída interanual del IPC, hasta el -0,7 % (véase gráfico 6). Esta evolución reflejó el comportamiento de los precios energéticos, cuya caída se atenuó en casi 3 pp, hasta el -7,4 %, fruto de la evolución de los derivados del petróleo. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados aumentaron, como en febrero, un 0,9 % interanual. El ritmo de avance del IPSEBENE, del 0,2%, también coincidió con el observado en el mes anterior. Entre sus componentes, la evolución fue algo más heterogénea. Así, los alimentos elaborados y los servicios aceleraron su tasa de crecimiento en una y dos décimas, respectivamente, hasta el 0,3 % y el 0,4 %. En el segundo caso, el repunte se vio muy influido por la evolución de los precios de los viajes organizados y de los hoteles y otros alojamientos, relacionada con el calendario de la Semana Santa. Por el contrario, los precios de los bienes industriales no energéticos cayeron una décima más que en febrero (hasta el -0,2 %). Con todo ello, el IPC no energético repuntó, como ya ocurriera en cada uno de los dos meses anteriores, en 0,1 pp, situando la tasa interanual en el 0,1 %.

Por su parte, el IAPC moderó en marzo su ritmo de descenso hasta el -0,8 % (-1,2 % en febrero). Esta ralentización de la caída se apreció también en el conjunto del área del euro, aunque en menor medida. En concreto, para la UEM la tasa interanual del IAPC fue del -0,1 %, frente al -0,3 % de un mes antes. Con ello, el diferencial negativo entre la inflación

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

española y la del área del euro, medido a través de este indicador, se estrechó en dos décimas, quedando en 0,7 pp.

Por lo que se refiere a los indicadores que aproximan las presiones inflacionistas futuras, los componentes no energéticos de los índices de precios de bienes industriales, tanto de producción nacional como importados, mostraron una cierta aceleración al inicio de 2015, con tasas de variación positivas en febrero, especialmente los referidos a las compras al exterior, por la depreciación del tipo de cambio del euro. Por su parte, el precio del crudo en dólares, como se menciona al inicio de este artículo, se ha situado, en el promedio del período transcurrido de abril, en un nivel muy similar al observado en marzo, en el entorno de los 55 a 60 dólares por barril.

23.4.2015.

Este artículo ha sido elaborado por Miguel García-Posada, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

En este artículo se presentan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de abril de 2015 correspondientes a las diez instituciones españolas que participan en ella y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro¹. La Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda de crédito en el primer trimestre de 2015, así como sobre las perspectivas para los tres meses siguientes. En esta edición se ha introducido un nuevo cuestionario, que sustituye al que llevaba usándose desde el inicio de la EPB en 2003. Las principales novedades son las siguientes. En primer lugar, se añaden cinco nuevas preguntas, tres sobre los factores que influyen en las condiciones de los nuevos préstamos en cada uno de los principales segmentos (créditos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda, y para consumo y otros fines) y dos sobre la proporción de solicitudes de financiación denegadas en estas mismas modalidades. Además, se han incorporado nuevos factores en varias preguntas ya existentes para analizar los efectos de aspectos tales como la tolerancia de las entidades al riesgo o el nivel general de los tipos de interés. En esta ronda se han mantenido las preguntas *ad hoc* sobre la evolución de las condiciones de acceso a los mercados de financiación mayorista y minorista y el nivel de exigencia actual de los criterios de concesión de préstamos en relación con su evolución histórica, y se han incluido tres nuevas sobre el programa ampliado de compra de activos del BCE.

De acuerdo con las contestaciones recibidas, entre enero y marzo de 2015 los criterios de aprobación de préstamos permanecieron sin cambios en España en todas las modalidades, y se relajaron ligeramente en la UEM en los créditos a empresas y a hogares para consumo y otros fines, mientras que se endurecieron un poco en los destinados a adquisición de vivienda (véase gráfico 1). Las entidades preveían que esta evolución se prolongara en las dos áreas durante el segundo trimestre de 2015, salvo en el segmento de financiación a sociedades en la zona del euro, en el que no anticipaban cambios significativos. Las condiciones de los préstamos —y, en particular, los márgenes aplicados— se suavizaron en ambas áreas en los primeros tres meses del año y, de forma más acusada, en España.

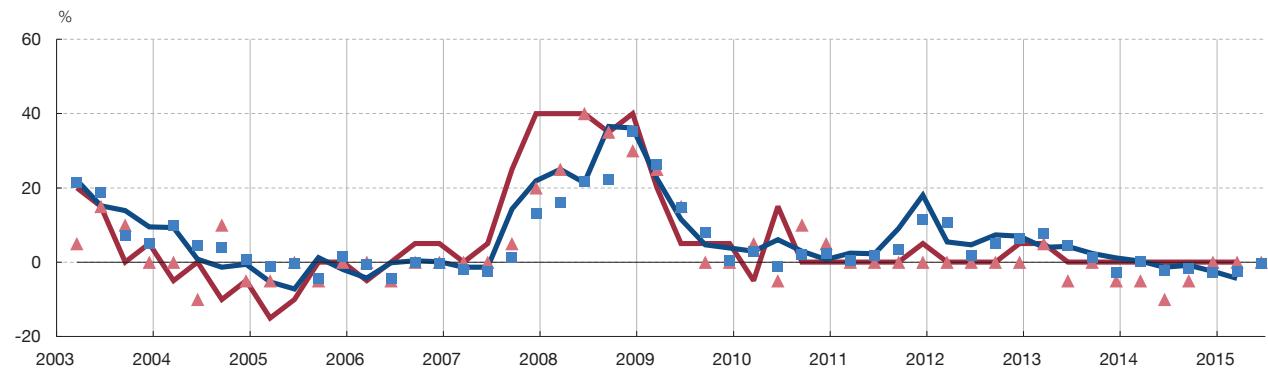
Por el lado de la demanda, tanto las entidades nacionales como las de la zona del euro informaron de que las solicitudes de financiación de empresas y hogares para consumo y otros fines continuaron aumentando entre enero y marzo de 2015, y en mayor medida en nuestro país (véase gráfico 2). Por su parte, las peticiones de préstamos a familias para adquisición de vivienda se mantuvieron estables —tras haber repuntado en el trimestre anterior— en España, y siguieron avanzando en la UEM. Las instituciones de ambas áreas esperaban nuevos incrementos en el trimestre en curso en todos los segmentos. La dispersión de las respuestas de las entidades españolas en el último período observado fue nula en el caso de los criterios de aprobación, en contraposición con la mayor disparidad de la demanda (véase gráfico 3).

¹ El Banco de España ha hecho públicos estos resultados, en su dirección de Internet (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/epb.html>), el mismo día de la publicación de este artículo. El BCE publicó los relativos al área del euro el pasado 14 de abril. En dicha dirección se encuentran disponibles las series históricas de los indicadores agregados por entidades, correspondientes al cuestionario regular, así como información adicional sobre la naturaleza de la EPB. 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>).

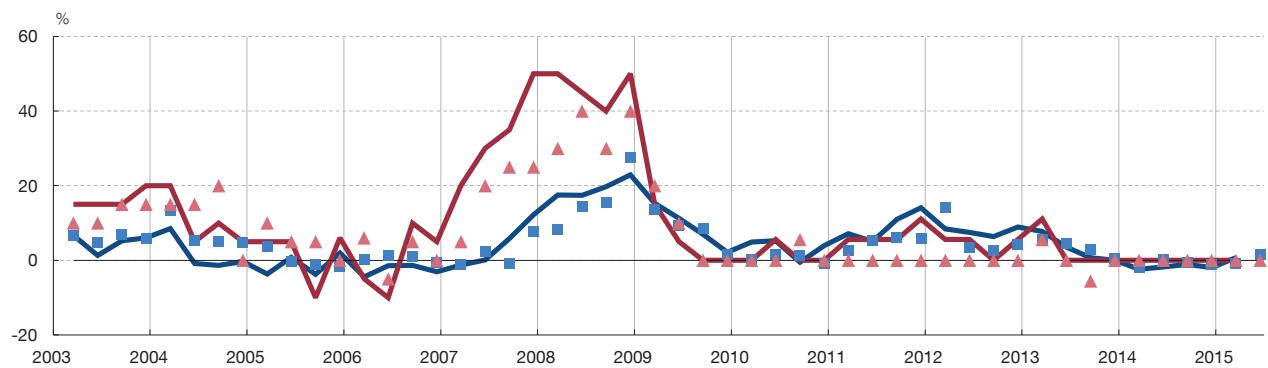
ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.
VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN (a) (b)

GRÁFICO 1

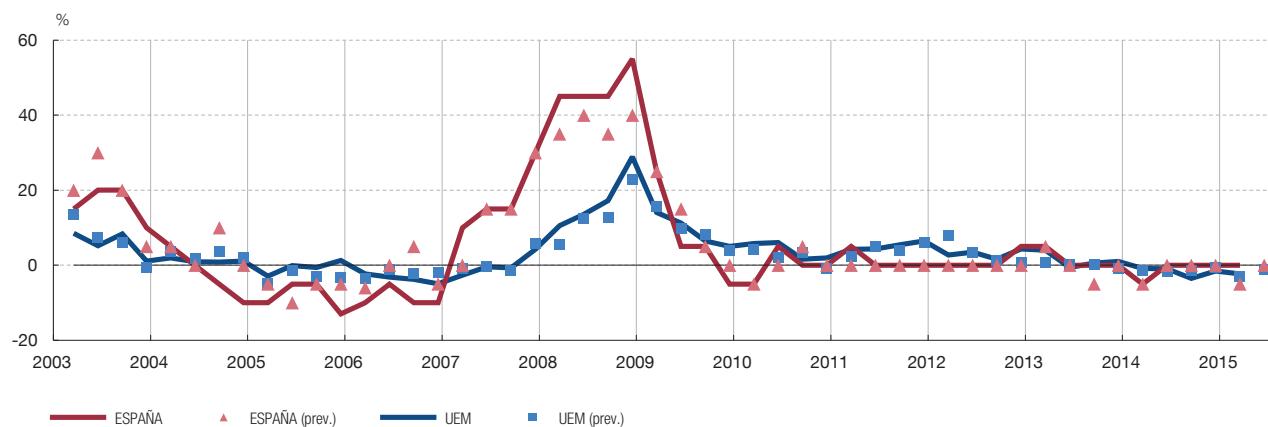
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES



— ESPAÑA ▲ ESPAÑA (prev.) — UEM □ UEM (prev.)

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

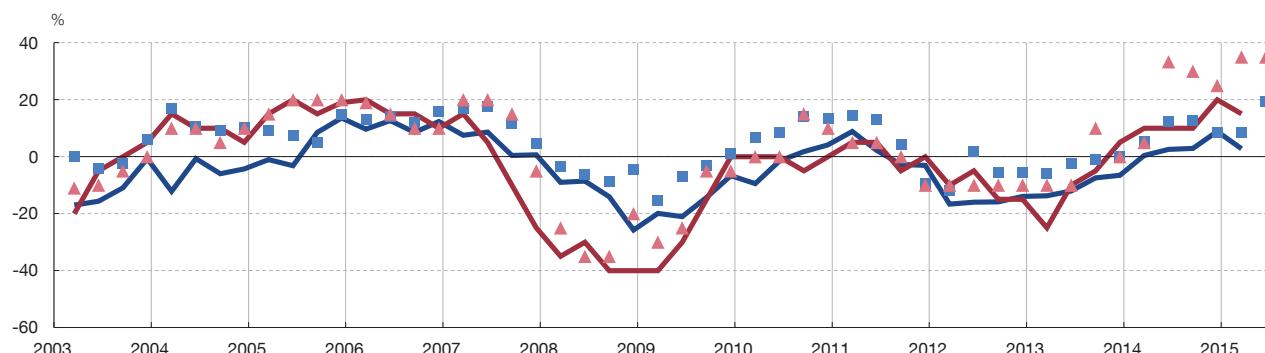
a Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido considerablemente los criterios $\times 1 +$ porcentaje de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios $\times 1/2 -$ porcentaje de entidades que han relajado en cierta medida los criterios $\times 1/2 -$ porcentaje de entidades que han relajado considerablemente los criterios $\times 1$.

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

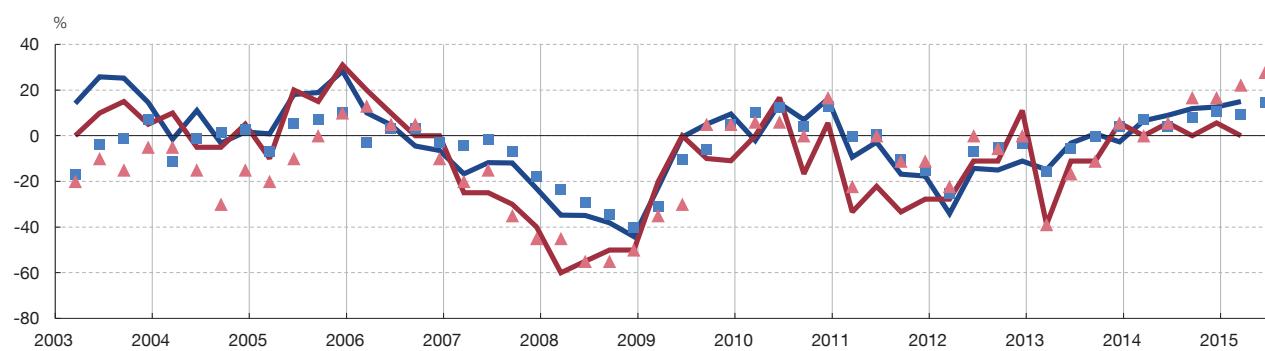
ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.
VARIACIÓN EN LA DEMANDA (a) (b)

GRÁFICO 2

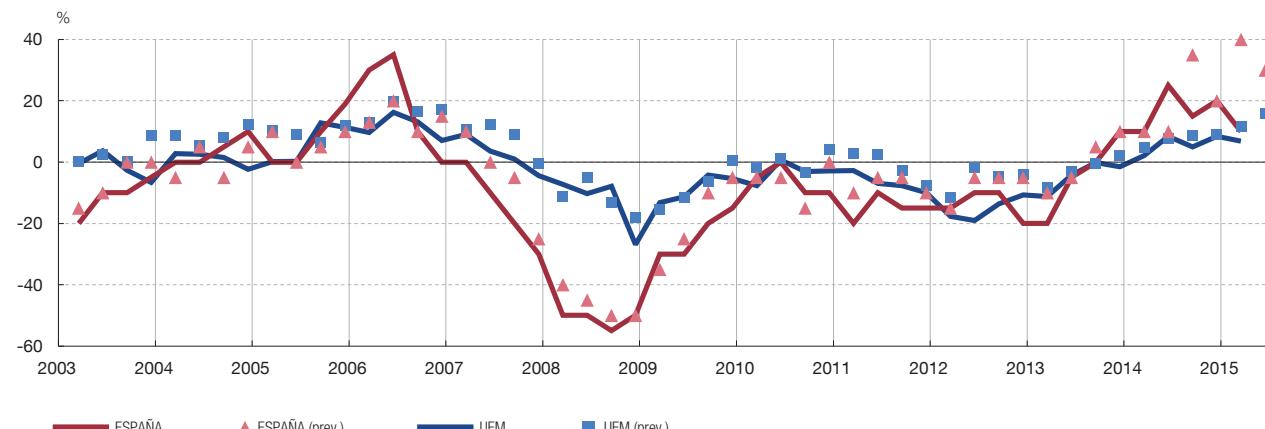
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES



— ESPAÑA ▲ ESPAÑA (prev.) — UEM □ UEM (prev.)

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Indicador = porcentaje de entidades que señalan un aumento considerable $\times 1 +$ porcentaje de entidades que señalan un cierto aumento $\times 1/2 -$ porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 1/2 -$ porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable $\times 1$.
- b Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas el trimestre anterior, por las entidades encuestadas, para el trimestre correspondiente.

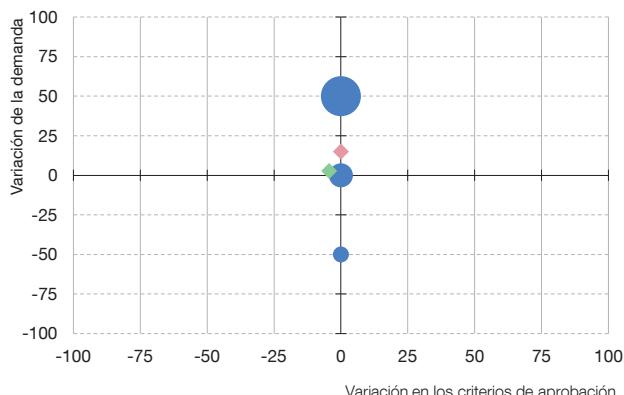
ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.
PRINCIPALES RESULTADOS DE LOS BANCOS ESPAÑOLES (a)

GRÁFICO 3

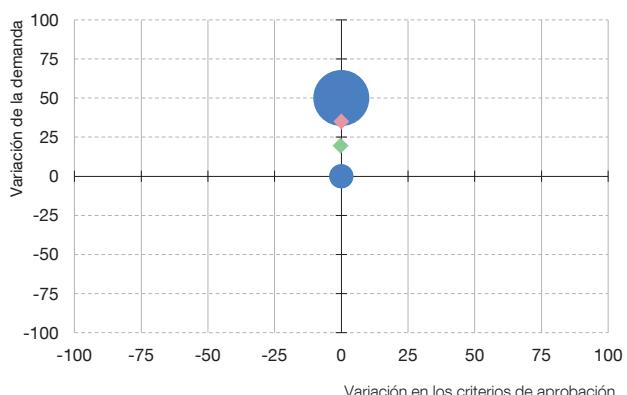
EN I TR 2015

PREVISIÓN PARA II TR 2015

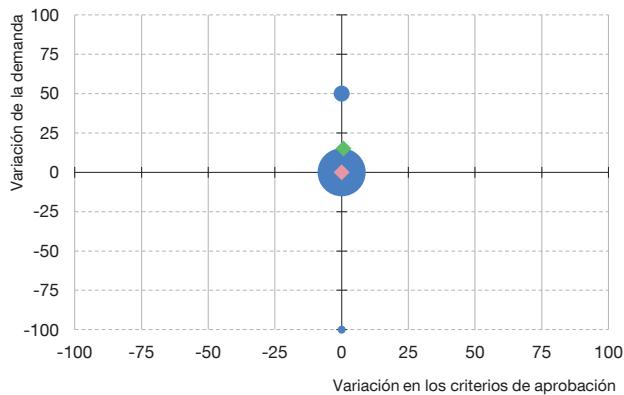
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



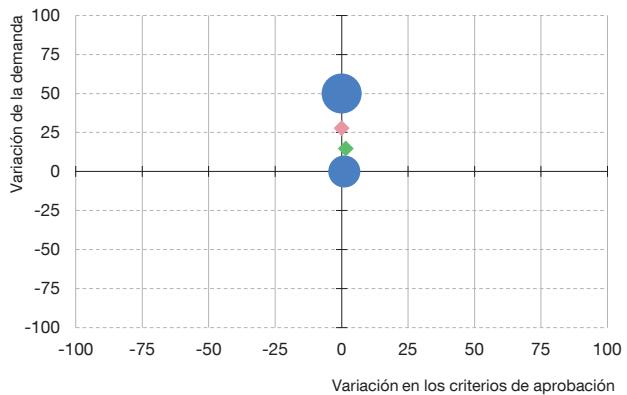
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



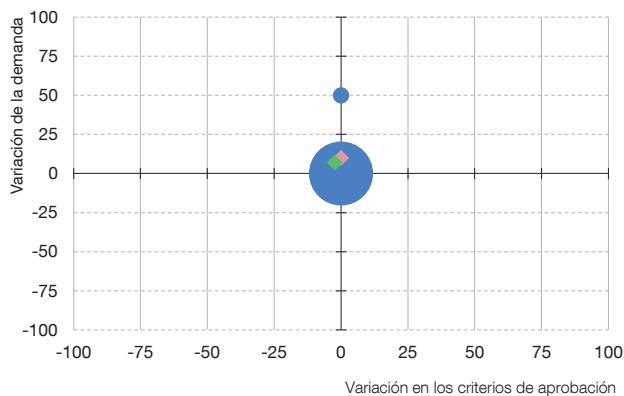
CRÉDITO A HOGARES PARA VIVIENDA



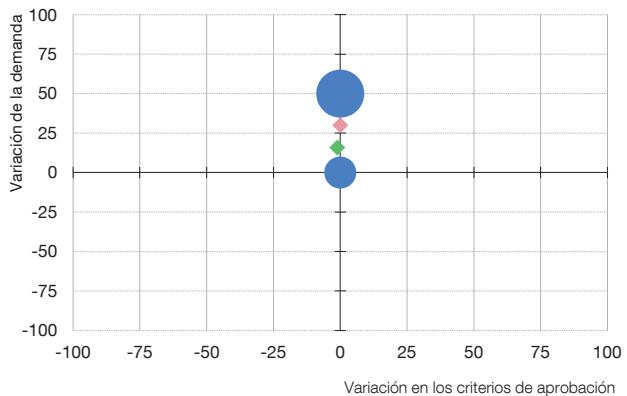
CRÉDITO A HOGARES PARA VIVIENDA



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINESES



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINESES



● ENTIDADES ESPAÑOLAS
◆ MEDIA DE ENTIDADES DE LA UEM

◆ MEDIA DE ENTIDADES ESPAÑOLAS

● ENTIDADES ESPAÑOLAS
◆ MEDIA DE ENTIDADES DE LA UEM

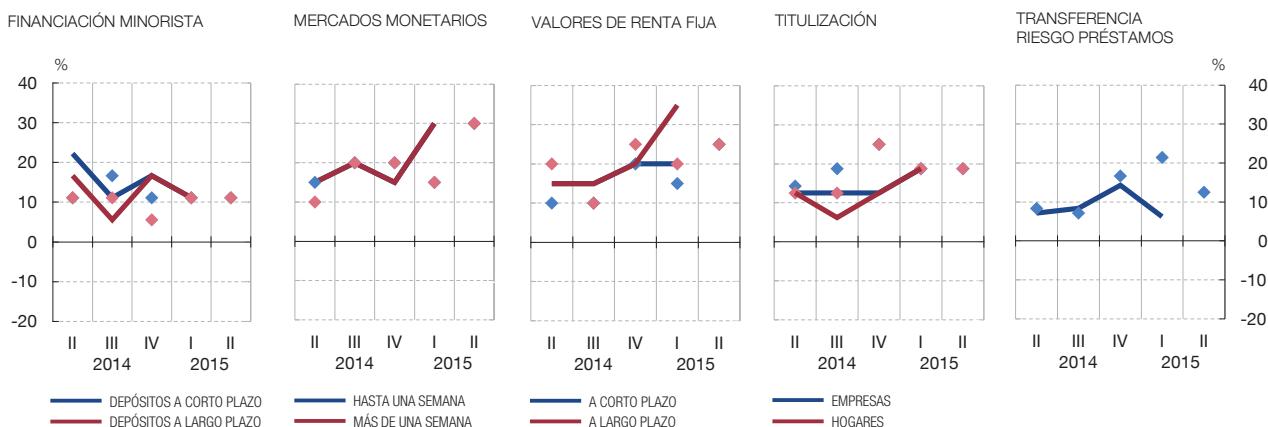
◆ MEDIA DE ENTIDADES ESPAÑOLAS

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

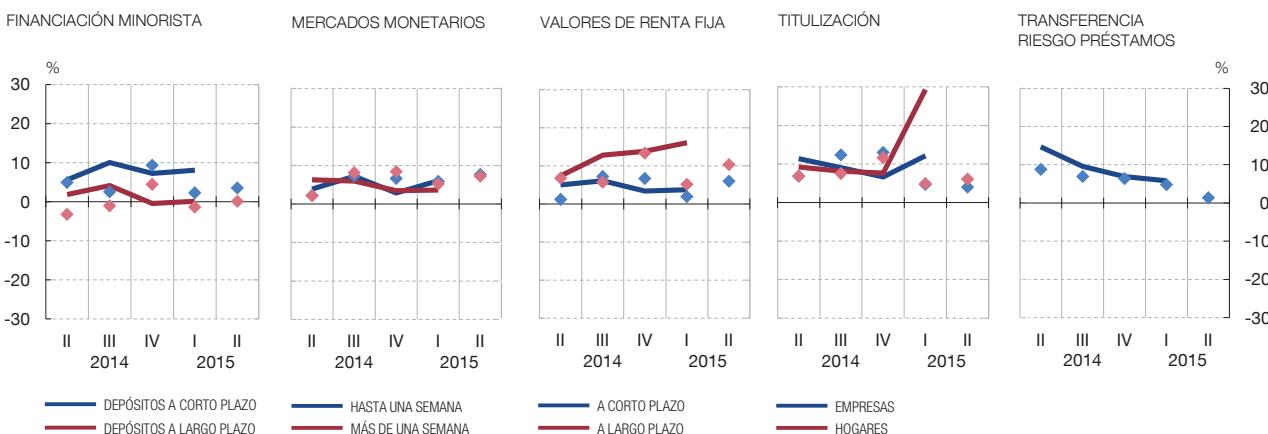
- a Un valor de 100 (-100) indica un endurecimiento (relajación) considerable de los criterios de aprobación o un aumento (disminución) considerable de la demanda. Un valor de 50 (-50) indica un cierto endurecimiento (relajación) de los criterios de aprobación o un cierto aumento (disminución) de la demanda. El tamaño de las marcas de las entidades españolas depende del número de coincidencias de las respuestas en ese punto.

EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE ACCESO A LOS MERCADOS DE FINANCIACIÓN MINORISTA Y AL POR MAYOR (a) (b)

ESPAÑA



UEM



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Indicador = porcentaje de entidades que han apreciado una mejora en su acceso al mercado $\times 1$ + porcentaje de entidades que han apreciado cierta mejora $\times 1/2$ – porcentaje de entidades que han apreciado cierto empeoramiento $\times 1/2$ – porcentaje de entidades que han apreciado un empeoramiento considerable $\times 1$.

b ♦ Previsión.

En relación con las preguntas *ad hoc*, tanto las entidades nacionales como las del área del euro señalaron que, en el primer trimestre de 2015, continuaron percibiendo una mejora en las condiciones de acceso tanto a la financiación minorista como a los mercados mayoristas en casi todos los segmentos (véase gráfico 4). De la pregunta sobre los niveles actuales de los criterios de aprobación de créditos (véase gráfico 5), se desprende que durante los últimos doce meses se ha producido una clara relajación en todas las modalidades, si bien desde una perspectiva histórica continuarían siendo relativamente estrictos. Por otro lado, las entidades de ambas áreas indicaron que el programa ampliado de compra de activos del BCE mejoró, durante los últimos seis meses, su situación financiera, y de forma más intensa en el caso de las españolas (véase gráfico 6). También señalaron que contribuyó a relajar las condiciones de los créditos al sector privado no financiero —siendo este impacto mayor en nuestro país—, si bien su influencia en los criterios de aprobación fue nula en España y reducida en la UEM. Por su parte, las instituciones encuestadas contestaron que usaron la liquidez asociada al programa principalmente para

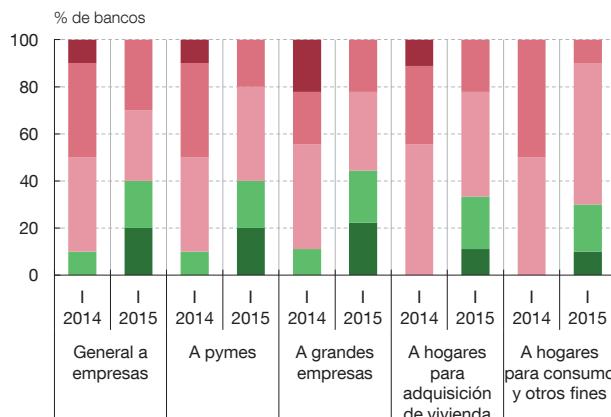
ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.
PRINCIPALES RESULTADOS: PREGUNTAS AD HOC

GRÁFICO 5

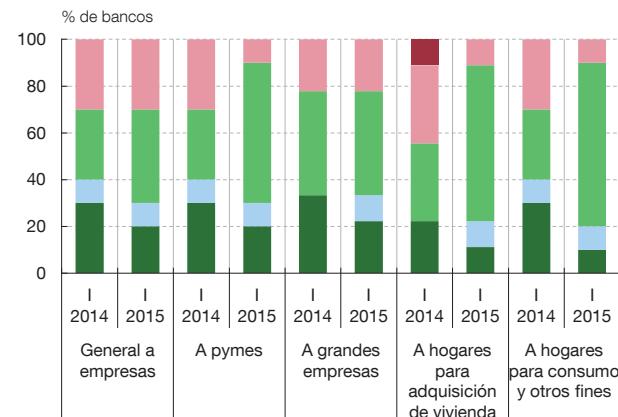
NIVEL DE EXIGENCIA ACTUAL DE LOS CRITERIOS PARA LA CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS EN RELACIÓN CON SU EVOLUCIÓN HISTÓRICA (a)

ESPAÑA

PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL PRIMER TRIMESTRE DE 2003
Y EL MOMENTO ACTUAL

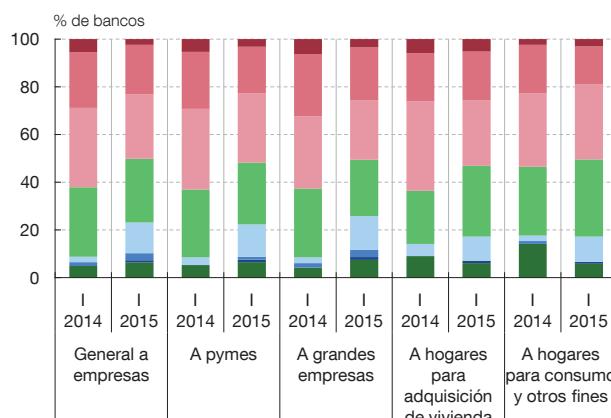


PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2010
Y EL MOMENTO ACTUAL

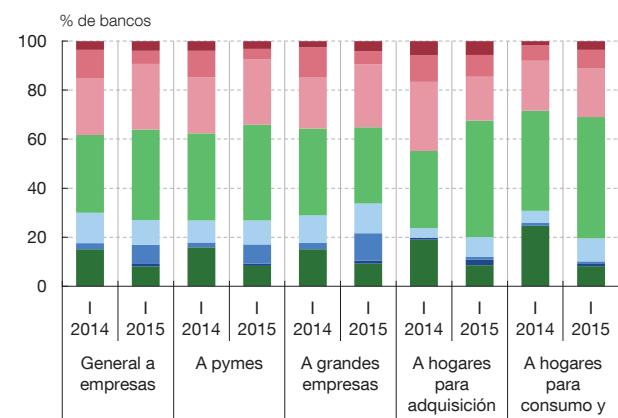


UEM

PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL PRIMER TRIMESTRE DE 2003
Y EL MOMENTO ACTUAL



PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2010
Y EL MOMENTO ACTUAL



█ EN EL NIVEL MÁS LAXO DEL PERÍODO
█ CONSIDERABLEMENTE MÁS LAXO QUE EL NIVEL MEDIO DEL PERÍODO (b)
█ MODERAMENTE MÁS LAXO QUE EL NIVEL MEDIO DEL PERÍODO (b)
█ LOS NIVELES SE HAN MANTENIDO CONSTANTES DURANTE ESTE PERÍODO

█ EN EL NIVEL MÁS ESTRICTO DEL PERÍODO
█ CONSIDERABLEMENTE MÁS ESTRICTO QUE EL NIVEL MEDIO DEL PERÍODO (b)
█ MODERAMENTE MÁS ESTRICTO QUE EL NIVEL MEDIO DEL PERÍODO (b)
█ PRÁCTICAMENTE IDÉNTICO AL NIVEL MEDIO DEL PERÍODO (b)

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a) Porcentaje de entidades que respondieron a cada una de las ocho posibles contestaciones.

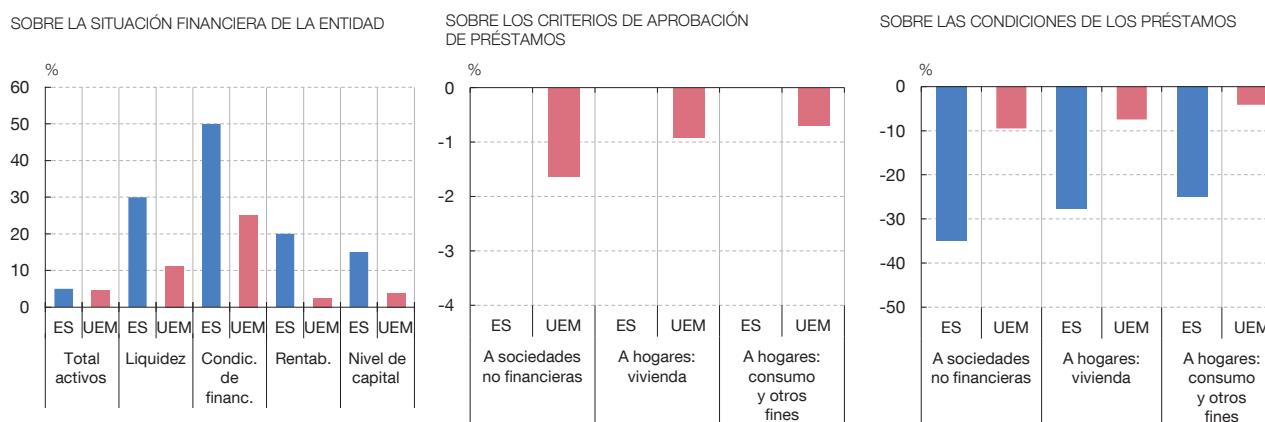
b) El «nivel medio del período» de los criterios aplicables a la concesión de préstamos se define como el punto intermedio entre el nivel máximo y el nivel mínimo de exigencia de dichos criterios durante ese período.

conceder préstamos y, en menor medida, para sustituir otras fuentes de financiación, y que esperaban seguir utilizando estos fondos para otorgar créditos en los próximos seis meses (véase gráfico 7).

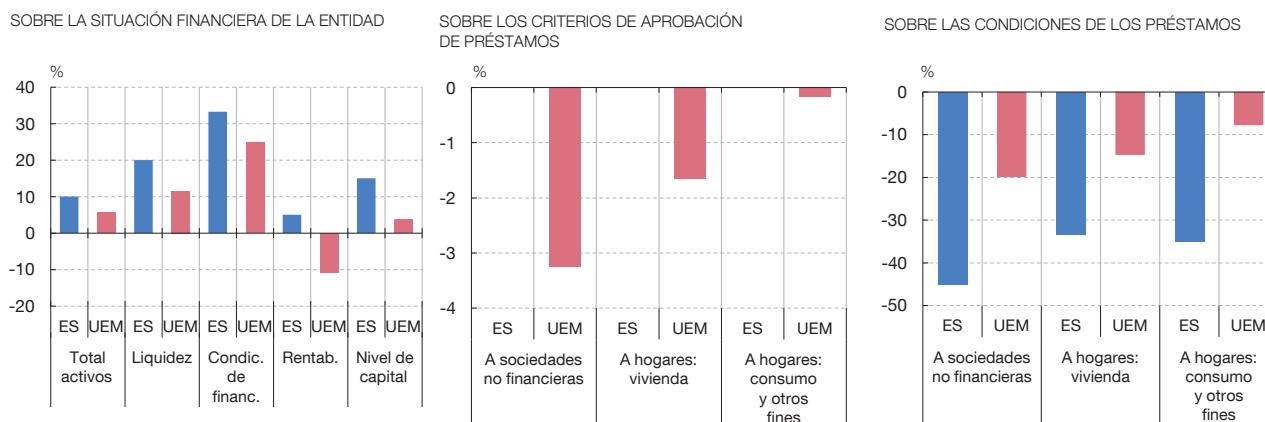
Un análisis más detallado de las respuestas al cuestionario regular evidencia que la estabilidad que presentaron los criterios de aprobación de préstamos en España entre enero y marzo de 2015 para el conjunto de empresas se observa también cuando se desagrega por tamaño y por plazo de vencimiento (véanse cuadros 1 y 2). En consonancia con esta

REPERCUSIONES DEL PROGRAMA AMPLIADO DE COMPRA DE ACTIVOS DEL BCE (a)

ÚLTIMOS SEIS MESES



PRÓXIMOS SEIS MESES



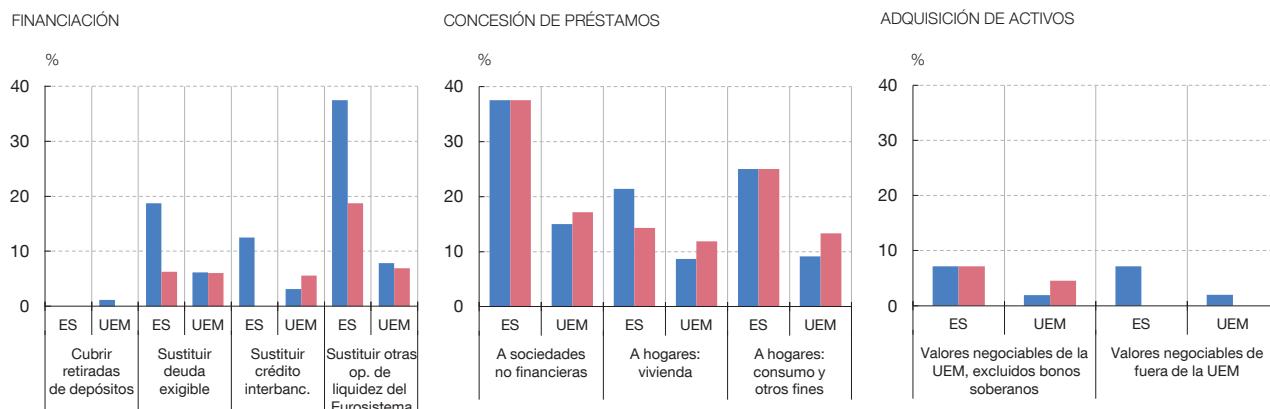
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Indicador = porcentaje de entidades que señalan que el programa contribuyó o contribuiría considerablemente a un aumento o mejora, a endurecer los criterios de aprobación de préstamos o las condiciones x 1 + porcentaje de entidades que señalan que contribuye o contribuiría en cierta medida x 1/2 – porcentaje de entidades que señalan que contribuyó o contribuiría en cierta medida a la disminución o deterioro, a la relajación de los criterios o de las condiciones x 1/2 – porcentaje de entidades que señalan que contribuyó o contribuiría a un deterioro, relajación considerable x 1.

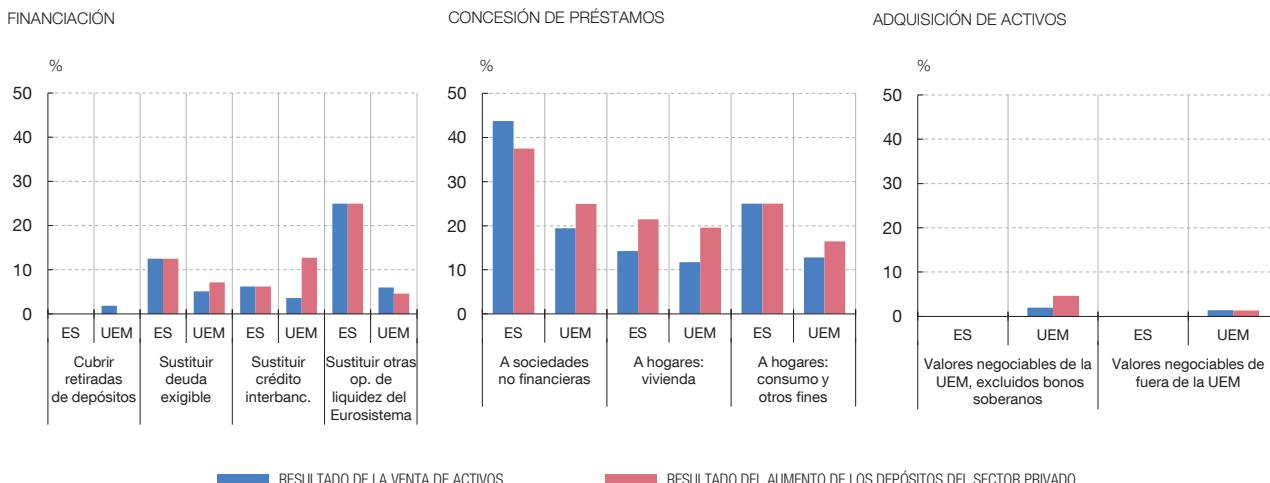
evolución, todos los factores considerados contribuyeron al mantenimiento de la política crediticia de las entidades. Las respuestas para la UEM muestran que los criterios de concesión de créditos a las sociedades no financieras fueron algo menos estrictos, especialmente en los destinados a pymes y en los de corto plazo. Los principales factores que contribuyeron a expandir la oferta fueron la mayor competencia entre entidades y su mejor situación de liquidez. Por su parte, las condiciones generales de financiación a este mismo sector se suavizaron tanto en España como, en menor medida, en la zona del euro. Los márgenes aplicados a los préstamos se redujeron en ambas áreas tanto para las operaciones ordinarias como para las de mayor riesgo, si bien de forma más intensa en nuestro país. El resto de condiciones no varió en España, mientras que todas ellas se relajaron ligeramente en la UEM. De acuerdo con las respuestas recibidas, en ambas áreas estos desarrollos estuvieron determinados por un incremento de las presiones competitivas y un descenso de los costes de financiación de las entidades; y, en menor medida, por

FINES A LOS QUE SE DESTINAN LOS FONDOS OBTENIDOS EN EL PROGRAMA AMPLIADO DE COMPRA DE ACTIVOS DEL BCE (a)

ÚLTIMOS SEIS MESES



PRÓXIMOS SEIS MESES



■ RESULTADO DE LA VENTA DE ACTIVOS

■ RESULTADO DEL AUMENTO DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Indicador = porcentaje de entidades que señalan que los fondos obtenidos y/o previstos contribuyeron o contribuirían considerablemente a ese fin $\times 1 +$ porcentaje de entidades que señalan que contribuyeron o contribuirían en cierta medida $\times 1/2$.

una disminución en la percepción de riesgos y una mayor tolerancia a estos. Por su parte, el porcentaje de solicitudes de fondos rechazadas no varió respecto al trimestre previo en nuestro país y descendió ligeramente en la zona del euro.

Según las entidades españolas y las del resto de la UEM, en el primer trimestre de 2015 aumentaron las solicitudes de fondos por parte de las sociedades, y lo hicieron de forma más acusada en nuestro país (cuadro 3). El desglose por vencimiento muestra que en ambas áreas este incremento se produjo tanto en los préstamos a corto plazo como en la financiación a largo. El crecimiento de las peticiones de crédito por parte de las pymes fue mayor que el de las grandes empresas en España, mientras que en la zona del euro fue similar. En ambas áreas, el descenso del nivel general de los tipos de interés y el aumento de las existencias y del capital circulante habrían sido los principales determinantes del

**ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.
RESULTADOS DETALLADOS DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS. ABRIL DE 2015**
Indicadores de oferta. Préstamos a sociedades no financieras. En general

CUADRO 1

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)		
	--	-	0	+	++	NA		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
Criterios de aprobación										
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0
Préstamos a largo plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-1
Factores										
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-1
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-1
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-4
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-9
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-0
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-2
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0
Perspectivas/solvencia del sector o empresa	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-1
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	1
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-0
Condiciones de los préstamos										
Condiciones generales	0	0	4	6	0	0	-60	-30	26	-8
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	0	2	8	0	0	-80	-40	21	-25
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	0	6	4	0	0	-40	-20	26	0
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-3
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-1
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-3
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-3
Factores										
Préstamos en general										
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	6	4	0	0	-40	-20	26	-5
Presión de la competencia	0	0	4	6	0	0	-60	-30	26	-17
Percepción de riesgos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-1
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	-0
Préstamos ordinarios										
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	6	4	0	0	-40	-20	26	-7
Presión de la competencia	0	0	3	7	0	0	-70	-35	24	-20
Percepción de riesgos	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	-2
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	-1
Préstamos de mayor riesgo										
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	-0
Presión de la competencia	0	0	7	3	0	0	-30	-15	24	-7
Percepción de riesgos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	2
PORCENTAJE DE SOLICITUDES DENEGADAS										
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-0
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-1
Préstamos a largo plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-0

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Dependiendo de la pregunta concreta, «--» («--») indica un considerable (cierto) endurecimiento de los criterios de aprobación, de las condiciones, una considerable (cierta) contribución de los factores al endurecimiento de la oferta o una considerable (cierta) reducción del porcentaje de solicitudes denegadas. Los códigos «+» y «++» indican relajación de la oferta o aumento del porcentaje de solicitudes denegadas. El código «0» indica ausencia de cambios o contribución nula. «NC» significa «no contesta», y «NA», «no aplicable».
- b Porcentaje de entidades que han endurecido su oferta menos el porcentaje de entidades que la han relajado. En el caso de los factores, porcentaje de entidades para las que dicho factor ha contribuido al endurecimiento de la oferta menos el porcentaje de entidades que han señalado un efecto contrario. En el caso del porcentaje de solicitudes denegadas, porcentaje de entidades que han señalado un aumento menos el de las que indican una disminución.
- c Calculado igual que el porcentaje neto, pero ponderando por 1 las variaciones considerables y por 1/2 las variaciones de menor cuantía.

**ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.
RESULTADOS DETALLADOS DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS. ABRIL DE 2015
Indicadores de oferta. Préstamos a sociedades no financieras. Desglose por tamaño**

CUADRO 2

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	N.A.		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
Pequeñas y medianas empresas:											
Criterios de aprobación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-4
Factores											
Costes relacionados con el nivel de capital	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Capacidad para acceder a la financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-3
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-9
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Perspectivas económicas generales	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Perspectivas/solvencia del sector o empresa	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	—	-1
Condiciones de los préstamos											
Condiciones generales	0	0	4	6	0	0	-60	-30	26	—	-8
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	0	2	8	0	0	-80	-40	21	-25	-16
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	0	6	4	0	0	-40	-20	26	0	-2
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	-2
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-10	-3
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Plazo de vencimiento	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	5	-3
Previsión de evolución de los criterios	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Grandes empresas											
Criterios de aprobación	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-2
Factores											
Costes relacionados con el nivel de capital	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Capacidad para acceder a la financiación	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Situación de liquidez de la entidad	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-3
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-8
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	-3
Perspectivas económicas generales	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Perspectivas/solvencia del sector o empresa	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	—	0
Condiciones de los préstamos											
Condiciones generales	0	0	6	3	0	1	-33	-17	25	—	-6
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	0	3	6	0	1	-67	-33	25	-17	-17
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	0	6	3	0	1	-33	-17	25	0	-2
Gastos, excluidos intereses	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-6	-4
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	-6	-6
Garantías requeridas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-3
Compromisos asociados al préstamo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-6
Plazo de vencimiento	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	-4
Previsión de evolución de los criterios	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Dependiendo de la pregunta concreta, «--» («--») indica un considerable (cierto) endurecimiento de los criterios de aprobación, de las condiciones o una considerable (cierta) contribución de los factores al endurecimiento de la oferta. Los códigos «+» y «++» tienen el significado contrario. El código «o» indica ausencia de cambios o contribución nula. «NC» significa «no contesta», y «NA», «no aplicable».
- b Porcentaje de entidades que han endurecido su oferta menos el porcentaje de entidades que la han relajado. En el caso de los factores, porcentaje de entidades para las que dicho factor ha contribuido al endurecimiento de la oferta menos el 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.

**ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.
RESULTADOS DETALLADOS DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS. ABRIL DE 2015**
Indicadores de demanda

CUADRO 3

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NA		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
Demanda de crédito de sociedades no financieras											
En general	0	2	3	5	0	0	30	15	41	20	3
Préstamos a corto plazo	0	2	4	4	0	0	20	10	39	20	7
Préstamos a largo plazo	0	2	4	4	0	0	20	10	39	15	5
Pequeñas y medianas empresas	0	2	3	5	0	0	30	15	41	25	4
Grandes empresas	0	2	4	3	0	1	11	6	39	11	5
Factores											
Inversiones en capital fijo	0	1	7	2	0	0	10	5	28	5	-3
Existencias y capital circulante	0	2	3	5	0	0	30	15	41	25	7
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	1	8	1	0	0	0	0	24	0	2
Nivel general de los tipos de interés	0	0	6	4	0	0	40	20	26	-	13
Reestructuración de la deuda	0	2	6	2	0	0	0	0	33	0	5
Financiación interna	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-4
Préstamos de otras entidades	0	0	9	1	0	0	10	5	16	0	1
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Emisión/amortización de valores de renta fija	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	0	-4
Emisión/recompra de acciones	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Previsión de evolución de la demanda											
En general	0	0	3	7	0	0	70	35	24	35	20
Préstamos a corto plazo	0	0	3	7	0	0	70	35	24	35	17
Préstamos a largo plazo	0	0	4	6	0	0	60	30	26	30	18
Pequeñas y medianas empresas	0	0	2	8	0	0	80	40	21	35	20
Grandes empresas	0	0	5	4	0	1	44	22	26	28	15
Demanda de crédito de hogares para adquisición de vivienda											
Evolución observada	1	0	6	2	0	1	11	0	43	6	15
Factores											
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	0	8	1	0	1	11	6	17	17	12
Confianza de los consumidores	0	0	7	2	0	1	22	11	22	17	9
Nivel general de los tipos de interés	0	0	8	1	0	1	11	6	17	-	20
Reestructuración de la deuda	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	-	4
Régimen regulatorio y fiscal del mercado	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	-	-2
Financiación con fondos propios	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	0	-5
Préstamos de otras entidades	1	0	8	0	0	1	-11	-11	33	-6	-3
Otras fuentes de financiación externa	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Previsión de evolución de la demanda	0	0	4	5	0	1	56	28	26	22	15
Demanda de crédito de hogares para consumo y otros fines											
Evolución observada	0	0	8	2	0	0	20	10	21	20	7
Factores											
Gastos en bienes de consumo duradero	0	0	7	3	0	0	30	15	24	25	9
Confianza de los consumidores	0	0	7	3	0	0	30	15	24	15	6
Nivel general de los tipos de interés	0	0	9	1	0	0	10	5	16	-	6
Financiación con préstamos hipotecarios	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-	1
Financiación interna mediante ahorros	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	0	-2
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Otras fuentes de financiación externa	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	0	-1
Previsión de evolución de la demanda	0	0	4	6	0	0	60	30	26	40	16

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Dependiendo de la pregunta concreta, «--» («--») indica una considerable (cierta) disminución de la demanda o una considerable (cierta) contribución de los factores a su descenso. Los códigos «+» y «++» tienen el significado contrario. El código «o» indica ausencia de cambios o contribución nula. «NC» significa «no contesta», y «NA», «no aplicable».
- b Porcentaje de entidades que han visto incrementada su demanda menos el porcentaje de entidades que la han visto reducirse. En el caso de los factores, porcentaje de entidades para las que dicho factor ha contribuido al aumento de la demanda menos el 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.

avance de la demanda, mientras que la mayor emisión de valores de renta fija habría tenido un efecto en la dirección contraria. Asimismo, el ascenso de las inversiones en capital fijo habría impulsado las solicitudes en nuestro país, pero su caída habría contribuido a reducirlas en la UEM.

Como se ha señalado, en el segmento de préstamos a hogares para adquisición de vivienda los criterios de aprobación se mantuvieron sin cambios en España entre enero y marzo de 2015, y pasaron a ser algo más estrictos en el área del euro (véase cuadro 4). Ninguno de los factores considerados habría tenido efecto sobre aquellos en nuestro país. En la UEM, el deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda habría contribuido al endurecimiento de los criterios, mientras que la mayor competencia entre entidades habría influido en sentido contrario. Asimismo, las condiciones generales de los créditos se suavizaron en nuestro país y en la zona del euro, los márgenes aplicados a los préstamos se redujeron en ambas áreas tanto para las operaciones ordinarias como para las de mayor riesgo, de forma más intensa en nuestro país, y el plazo de vencimiento aumentó levemente. De acuerdo con las respuestas recibidas, en ambas áreas estos cambios estuvieron determinados principalmente por un incremento de las presiones competitivas y por un descenso de los costes de financiación de las entidades. Por su parte, el porcentaje de solicitudes de fondos rechazadas disminuyó tanto en España como en la UEM.

La demanda de préstamos de las familias para adquisición de vivienda se mantuvo estable (tras haber repuntado en el trimestre anterior) en España, y siguió avanzando en la UEM (véase cuadro 3). Según las entidades, en las dos áreas los principales determinantes de esta evolución habrían sido, con contribución positiva, las mejores perspectivas relativas al mercado de la vivienda, el incremento de la confianza de los consumidores y el descenso del nivel general de los tipos de interés; y, con efecto negativo, el ascenso de la competencia de otras instituciones, el mayor uso de fondos propios y los cambios regulatorios y fiscales. Por su parte, la disminución de las reestructuraciones de deuda habría influido negativamente sobre las peticiones de fondos en nuestro país, mientras que su ascenso habría contribuido a aumentar las solicitudes de financiación en la zona del euro.

En el segmento de préstamos a hogares para consumo y otros fines, los criterios de aprobación aplicados por las entidades españolas encuestadas volvieron a mantenerse inalterados en el primer trimestre de 2015 (véase cuadro 5). La mayor competencia de otras entidades y el aumento de la tolerancia al riesgo fueron señalados por alguna institución como elementos que podrían haber inducido a una cierta relajación de los criterios, pero su variación no fue suficiente para que estas cambiaran su política crediticia. En la zona del euro, los criterios se relajaron algo nuevamente, debido sobre todo al incremento de la competencia de otras entidades y de instituciones no bancarias. Las condiciones generales de los créditos se suavizaron en nuestro país y en la zona del euro, los márgenes aplicados a los préstamos se redujeron en ambas áreas tanto para las operaciones ordinarias como para las de mayor riesgo, de forma más intensa en España, y su importe aumentó levemente. De acuerdo con las respuestas recibidas, esta evolución fue consecuencia del crecimiento de las presiones competitivas y del descenso de los costes de financiación de las instituciones; y, en menor medida, de una menor percepción de riesgos y de una mayor tolerancia a estos. Por su parte, el porcentaje de solicitudes de fondos rechazadas no varió en nuestro país y ascendió ligeramente en la UEM.

La demanda de este tipo de préstamos continuó creciendo tanto en España como, en menor medida, en el área del euro (véase cuadro 3). De acuerdo con las respuestas recibidas, esta evolución habría sido consecuencia, con contribución positiva, del incremento del gasto

**ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.
RESULTADOS DETALLADOS DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS. ABRIL DE 2015**
Indicadores de oferta. Créditos a hogares para adquisición de vivienda

CUADRO 4

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	0	+	++	NA		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
Criterios de aprobación	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Factores											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-5
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Perspectivas económicas generales	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Perspectivas en el mercado de la vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Solvencia del prestatario	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Condiciones de los préstamos											
Condiciones generales	0	0	6	3	0	1	-33	-17	25	-	-7
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	0	4	5	0	1	-56	-28	26	-33	-16
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	0	6	3	0	1	-33	-17	25	0	-1
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	1
Otros límites al importe del préstamo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Plazo de vencimiento	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	6	-1
Gastos, excluidos intereses	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Factores											
Préstamos en general											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	6	3	0	1	-33	-17	25	-	-5
Presión de la competencia	0	0	6	3	0	1	-33	-17	25	-	-8
Percepción de riesgos	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Préstamos ordinarios											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	6	3	0	1	-33	-17	25	-	-6
Presión de la competencia	0	0	5	4	0	1	-44	-22	26	-	-12
Percepción de riesgos	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	-	-3
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-2
Préstamos de mayor riesgo											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Presión de la competencia	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	-	-1
Percepción de riesgos	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
PORCENTAJE DE SOLICITUDES DENEGADAS	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	-	-2
PREVISIÓN DE EVOLUCIÓN DE LOS CRITERIOS	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Dependiendo de la pregunta concreta, «--» («--») indica un considerable (cierto) endurecimiento de los criterios de aprobación, de las condiciones, una considerable (cierta) contribución de los factores al endurecimiento de la oferta o una considerable (cierta) reducción del porcentaje de solicitudes denegadas. Los códigos «+» y «++» indican relajación de la oferta o aumento del porcentaje de solicitudes denegadas. El código «0» indica ausencia de cambios o contribución nula. «NC» significa «no contesta», y «NA», «no aplicable».
- b Porcentaje de entidades que han endurecido su oferta menos el porcentaje de entidades que la han relajado. En el caso de los factores, porcentaje de entidades para las que dicho factor ha contribuido al endurecimiento de la oferta menos el porcentaje de entidades que han señalado un efecto contrario. En el caso del porcentaje de solicitudes denegadas, porcentaje de entidades que han señalado un aumento menos el de las que indican una disminución.
- c Calculado igual que el porcentaje neto, pero ponderando por 1 las variaciones considerables y por 1/2 las variaciones de menor cuantía.

en bienes duraderos, de la mejora de la confianza de los consumidores y del descenso del nivel general de los tipos de interés; y, con efecto negativo, del mayor uso de fondos propios y de otras fuentes de financiación.

En las contestaciones a las preguntas *ad hoc*, tanto las entidades españolas como las de la zona del euro señalaron que, entre enero y marzo de 2015, continuaron percibiendo una mejora en las condiciones de acceso tanto a la financiación minorista como a los mercados mayoristas en todos los segmentos, salvo en el de los depósitos a largo plazo de la UEM, en el que no apreciaron cambios significativos (véase cuadro 6).

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.

CUADRO 5

RESULTADOS DETALLADOS DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS. ABRIL DE 2015

Indicadores de oferta. Créditos a hogares para consumo y otros fines

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NA		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
Criterios de aprobación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Factores											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Competencia de otras entidades	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	-5	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-3
Perspectivas económicas generales	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	-0
Solvencia del prestatario	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	—	-1
Condiciones de los préstamos											
Condiciones generales	0	0	7	3	0	0	-30	-15	24	—	-3
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	0	5	5	0	0	-50	-25	26	-25	-8
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	0	8	2	0	0	-20	-10	21	-5	-2
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Importe del préstamo	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	—	-1
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	-0
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Factores											
Préstamos en general											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	7	3	0	0	-30	-15	24	—	-2
Presión de la competencia	0	0	6	4	0	0	-40	-20	26	—	-6
Percepción de riesgos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	—	-1
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	—	-1
Préstamos ordinarios											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	7	3	0	0	-30	-15	24	—	-2
Presión de la competencia	0	0	5	5	0	0	-50	-25	26	—	-8
Percepción de riesgos	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	—	-1
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	—	-0
Préstamos de mayor riesgo											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	—	0
Presión de la competencia	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	—	-2
Percepción de riesgos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	—	0
Tolerancia de la entidad al riesgo	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	—	-0
PORCENTAJE DE SOLICITUDES DENEGADAS	0	0	10	0	0	0	0	0	0	—	1
PREVISIÓN DE EVOLUCIÓN DE LOS CRITERIOS	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	-1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Dependiendo de la pregunta concreta, «» («--») indica un considerable (cierto) endurecimiento de los criterios de aprobación, de las condiciones, una considerable (cierta) contribución de los factores al endurecimiento de la oferta o una considerable (cierta) reducción del porcentaje de solicitudes denegadas. Los códigos «+» y «++» indican relajación de la oferta o aumento del porcentaje de solicitudes denegadas. El código «o» indica ausencia de cambios o contribución nula. «NC» significa «no contesta», y «NA», «no aplicable».
- b Porcentaje de entidades que han endurecido su oferta menos el porcentaje de entidades que la han relajado. En el caso de los factores, porcentaje de entidades para las que dicho factor ha contribuido al endurecimiento de la oferta menos el porcentaje de entidades que han señalado un efecto contrario. En el caso del porcentaje de solicitudes denegadas, porcentaje de entidades que han señalado un aumento menos el de las que indican una disminución.
- c Calculado igual que el porcentaje neto, pero ponderando por 1 las variaciones considerables y por 1/2 las variaciones de menor cuantía.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.

PREGUNTA AD HOC SOBRE EL ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN

Resultados de las entidades españolas. Abril de 2015

CUADRO 6

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)		
	--	-	0	+	++	NA		abr-15	ene-15	UEM abr-15
Efecto de las perturbaciones en los mercados financieros y de crédito										
Cambio en las condiciones de acceso a las fuentes de financiación minorista. Últimos tres meses										
Minorista a corto plazo (hasta un año)	0	0	7	2	0	1	22	11	17	8
Minorista a medio y largo plazo (más de un año)	0	0	7	2	0	1	22	11	17	0
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	0	4	6	0	0	60	30	15	6
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	0	5	4	1	0	50	30	15	4
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	0	6	4	0	0	40	20	20	4
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	0	4	5	1	0	60	35	20	16
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	0	5	3	0	2	38	19	13	12
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	0	5	3	0	2	38	19	13	29
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	0	7	1	0	2	13	6	14	6
Cambio en las condiciones de acceso a las fuentes de financiación minorista. Próximos tres meses										
Minorista a corto plazo (hasta un año)	0	0	7	2	0	1	22	11	11	4
Minorista a medio y largo plazo (más de un año)	0	0	7	2	0	1	22	11	11	0
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	1	0	50	30	15	8
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	0	5	4	1	0	50	30	15	7
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	0	6	3	1	0	40	25	15	6
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	0	6	3	1	0	40	25	20	10
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	0	5	3	0	2	38	19	19	4
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	0	5	3	0	2	38	19	19	6
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	0	6	2	0	2	25	13	21	1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a El símbolo «+» («++») significa una cierta (considerable) mejora en las condiciones de acceso a la financiación, mientras que «-» («--») significa un cierto (considerable) empeoramiento en el acceso a la financiación. La opción «NA» («no aplicable») significa que la entidad no utiliza dicha fuente de financiación. El signo «0» indica ausencia de cambios.
- b Porcentaje de entidades que han apreciado una mejora en su acceso a los mercados, menos el porcentaje de entidades que han apreciado un empeoramiento en el acceso a los mercados.
- 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 aquellos en los que no.

En cuanto a la pregunta sobre los niveles actuales de los criterios de aprobación de créditos (véase gráfico 5), la proporción de entidades de ambas áreas que indicó que estos eran más exigentes que los observados, en promedio, entre 2003 y el momento actual supera ampliamente a la de las que opinan lo contrario, en todas las modalidades de préstamos. Sin embargo, en comparación con los resultados de hace un año a esta misma pregunta, se observa una relajación de aquellos en todos los segmentos, de mayor magnitud en España. Por otra parte, de acuerdo con las respuestas recibidas, en nuestro país su nivel actual se situaría, en promedio, en torno a la media del período comprendido entre el segundo trimestre de 2010 y el momento actual, mientras que en la UEM sería algo más estricto.

En las respuestas a las preguntas *ad hoc* sobre el programa ampliado de compra de activos del BCE, las entidades de ambas áreas indicaron que dicho programa mejoró, durante los últimos seis meses, su situación financiera, de forma más intensa en el caso de las

**ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.
PREGUNTA AD HOC SOBRE LAS REPERCUSIONES DEL PROGRAMA AMPLIADO DE COMPRA
DE ACTIVOS DEL BCE**

CUADRO 7

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)	
	--	-	o	+	++	NA		abr-15	UEM abr-15
Últimos seis meses									
Total activos (sin ponderar por riesgo)	0	1	7	2	0	0	10	5	5
<i>De los cuales:</i>									
Tenencia de bonos soberanos de la zona del euro	0	1	6	2	0	1	11	6	4
Situación general de liquidez de la entidad	0	0	5	4	1	0	50	30	11
<i>Debido a:</i>									
Ventas de activos negociables	0	0	6	4	0	0	40	20	4
Aumento de depósitos de empresas y hogares	0	0	9	1	0	0	10	5	5
Condiciones de financiación de la entidad	0	0	1	7	1	1	89	50	25
Bonos de titulización	0	0	6	3	0	1	33	17	15
Bonos garantizados	0	0	4	4	1	1	56	33	24
Bonos bancarios no garantizados	0	0	4	4	1	1	56	33	21
Acciones y otras participaciones emitidas	0	0	4	5	0	1	56	28	5
Rentabilidad de la entidad	0	1	4	5	0	0	40	20	3
Margen de intermediación	0	2	5	3	0	0	10	5	0
Ganancias/pérdidas de capital	0	0	3	6	1	0	70	40	24
<i>De los cuales: por ventas de activos negociables</i>	0	0	3	6	1	0	70	40	23
Nivel de capital de la entidad									
Ratio de recursos propios	0	0	7	3	0	0	30	15	4
<i>Debido a la liberación de capital</i>	—	—	9	1	0	0	10	5	2
Ratio de apalancamiento	0	0	8	2	0	0	20	10	3
Próximos seis meses									
Total activos (sin ponderar por riesgo)	0	1	6	3	0	0	20	10	6
<i>De los cuales:</i>									
Tenencia de bonos soberanos de la zona del euro	0	1	8	0	0	1	-11	-6	-6
Situación general de liquidez de la entidad	0	0	6	4	0	0	40	20	12
<i>Debido a:</i>									
Ventas de activos negociables	0	0	8	2	0	0	20	10	3
Aumento de depósitos de empresas y hogares	0	0	9	1	0	0	10	5	7
Condiciones de financiación de la entidad	0	0	4	4	1	1	56	33	25
Bonos de titulización	0	0	7	2	0	1	22	11	17
Bonos garantizados	0	0	4	5	0	1	56	28	28
Bonos bancarios no garantizados	0	0	4	5	0	1	56	28	22
Acciones y otras participaciones emitidas	0	0	4	5	0	1	56	28	4
Rentabilidad de la entidad	0	0	9	1	0	0	10	5	-11
Margen de intermediación	0	1	8	1	0	0	0	0	-17
Ganancias/pérdidas de capital	0	0	7	3	0	0	30	15	15
<i>De las cuales: por ventas de activos negociables</i>	0	0	7	3	0	0	30	15	20
Nivel de capital de la entidad									
Ratio de recursos propios	0	0	7	3	0	0	30	15	4
<i>Debido a la liberación de capital</i>	—	—	8	2	0	0	20	10	5
Ratio de apalancamiento	0	0	8	2	0	0	20	10	7

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a El código «--» («- -») indica que ha contribuido o contribuirá a una cierta (considerable) reducción o deterioro. Los códigos «+» y «++» indican que ha contribuido o contribuirá a un cierto (considerable) aumento o mejora. El código «o» indica ausencia de cambios o contribución nula. «NC» significa «no contesta», y «NA», «no aplicable». En la categoría «Ratio de recursos propios, debido a la liberación de capital», las respuestas posibles son «o», «+» y «++».
- b Porcentaje de entidades que señalan un aumento o mejora menos el porcentaje de entidades que señalan una disminución o deterioro. En la categoría «Ratio de recursos propios, debido a la liberación de capital», se indica el porcentaje de entidades que señalan una mejora.
- c Calculado igual que el porcentaje neto, pero ponderando por 1 las variaciones considerables y por 1/2 las variaciones de menor cuantía.

españolas. Este efecto se produjo principalmente en términos de condiciones de financiación, de liquidez y, en menor medida, de rentabilidad y de capital, y conllevó un pequeño aumento de su balance (véanse gráfico 6 y cuadro 7). También señalaron que contribuyó a relajar las condiciones de los créditos al sector privado no financiero —siendo este impacto mayor en nuestro país—, si bien su influencia en los criterios de aprobación fue nula en España y reducida en la UEM. Por su parte, las entidades que participaron en el programa contestaron que destinaron los fondos obtenidos, principalmente, a la concesión de préstamos a hogares y empresas, a sustituir otras operaciones de refinanciación del Eurosistema y, en menor medida, a reemplazar deuda de próximo vencimiento y crédito interbancario (véase gráfico 7). Solamente un pequeño porcentaje en ambas áreas respondió que utilizó una parte de los fondos para adquirir valores negociables, distintos a deuda soberana de la UEM. Asimismo, según las instituciones encuestadas, la liquidez procedente del incremento de depósitos de sociedades y familias que habría resultado del programa fue utilizada, en general, para los mismos fines anteriores.

De cara al trimestre en curso, las entidades españolas esperaban que los criterios de aprobación de nuevos préstamos no variaran en ninguna modalidad, y las de la UEM preveían su estabilización en el segmento de empresas, que siguieran endureciéndose ligeramente en los créditos a hogares para adquisición de vivienda y que continuaran relajándose un poco en los destinados a consumo y otros fines. De cumplirse sus expectativas, las solicitudes de fondos aumentarían en ambas áreas y en todas las modalidades, de forma más acusada en España que en la zona del euro. En los mercados de financiación, las perspectivas de las entidades nacionales y del área del euro eran de mejora de las condiciones tanto en los minoristas como en los mayoristas, salvo en las de los depósitos de la clientela a largo plazo de la UEM, en las que no preveían cambios.

Por otra parte, como consecuencia del programa ampliado de compra de activos del BCE las entidades de ambas áreas esperaban, para los próximos seis meses, una mejora de sus condiciones de financiación, de liquidez y de su nivel de capital, así como un cierto aumento de su balance. Asimismo, las instituciones españolas preveían un incremento de su rentabilidad, mientras que las de la UEM anticipaban una ligera disminución. Las entidades de ambas áreas señalaron que pensaban que el programa seguirá contribuyendo a relajar las condiciones de los créditos al sector privado no financiero —de forma más intensa en España—, si bien su influencia en los criterios de aprobación volvería a ser nula en nuestro país y reducida en la UEM. Por su parte, las instituciones que preveían participar en el programa contestaron que destinaría los fondos obtenidos, principalmente, a la concesión de préstamos a hogares y empresas y, en menor medida, a sustituir otras operaciones de refinanciación del Eurosistema y a reemplazar deuda de próximo vencimiento y crédito interbancario. Solamente un pequeño porcentaje de entidades del área del euro respondió que utilizaría una parte de los fondos para adquirir valores negociables distintos a deuda soberana de la UEM, mientras que ninguna entidad nacional lo haría. Asimismo, según las instituciones encuestadas, la liquidez procedente del incremento de depósitos de sociedades y familias asociado al programa sería utilizada, en general, para los mismos fines.

15.4.2015.

Este artículo ha sido elaborado por Elvira Prades y Coral García, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

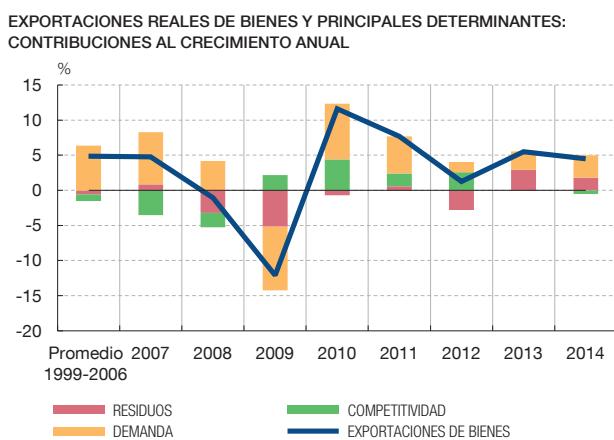
En los últimos años las exportaciones españolas de bienes han presentado un comportamiento favorable, incrementando su peso como porcentaje del PIB desde 2009 en torno a 7 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 22,6 % del PIB en 2014. Atendiendo a los distintos instrumentos de previsión de los que dispone el Servicio de Estudios, el crecimiento de las exportaciones a lo largo de estos años ha sido superior al que se derivaría de la evolución de sus determinantes tradicionales, la demanda mundial y el tipo de cambio efectivo real como *proxy* de la variable competitividad-precio.

En el transcurso de los últimos seis años se observa un significativo aumento del número de empresas exportadoras, en un contexto de intensa contracción de la demanda doméstica, y una creciente orientación de las exportaciones españolas hacia países con mayor potencial de crecimiento. Adicionalmente, el mayor grado de participación de España en las cadenas globales de valor ha aumentado los flujos comerciales intraindustria, lo que podría haber modificado la sensibilidad de las exportaciones a variaciones en el tipo de cambio efectivo real, así como a cambios en la variable de demanda externa relevante a estos efectos, ya que el país de origen de la demanda de exportación no tiene por qué coincidir con el de destino final.

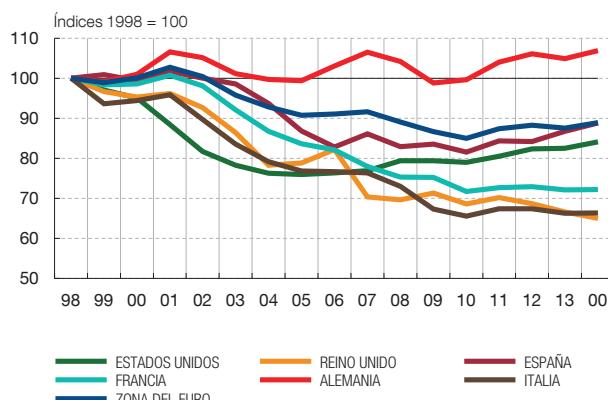
Para evaluar en qué medida estos desarrollos han podido influir en la relación entre las exportaciones de bienes y sus determinantes, se ha procedido a reestimar la función de demanda de exportaciones de bienes para la economía española, que forma parte de una de las herramientas cuantitativas empleadas por el Servicio de Estudios en sus ejercicios de previsión, el Modelo Satélite para el Sector Exterior (MSSE) [véase García *et al.* (2009)], cuyo resultado se presenta sucintamente en este artículo¹. En esta reestimación se ha ampliado el período de la muestra, hasta el año 2013, con el fin de incluir la fase de la crisis (véase gráfico 1), y se han utilizando las nuevas series SEC-10. Adicionalmente, se han considerado especificaciones alternativas a la ecuación tradicional, para valorar el papel de diferentes medidas de competitividad precio y coste, dada la información complementaria que aportan ambos tipos de variables, y para analizar el papel que ha podido desempeñar la demanda nacional como factor impulsor de las exportaciones en los últimos años.

El resto del artículo se estructura como sigue. En la sección 2, se analizan los cambios que se producen en los coeficientes asociados a la demanda exterior y a la competitividad de los bienes en la formulación estándar del MSSE cuando se amplía la muestra. En la sección 3, se estima la ecuación anterior, considerando en primer lugar medidas alternativas de competitividad, tanto referidas a costes como a precios, y, en segundo lugar, el papel de la demanda doméstica en la evolución de las exportaciones durante la última recesión y el inicio de la actual recuperación.

¹ Para realizar las previsiones, el Servicio de Estudios del Banco de España dispone de un modelo macro-económico global, el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), en el que el sector exterior está sujeto a determinadas restricciones que tratan de garantizar la convergencia en el largo plazo [Ortega *et al.* (2007), Hurtado *et al.* (2011) y Hurtado *et al.* (2014)].



CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE BIENES (REALES)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

Los determinantes tradicionales de las exportaciones: demanda exterior y competitividad-precio

El MSSE forma parte del conjunto de herramientas que utiliza el Banco de España para realizar las previsiones a medio plazo de los flujos comerciales con el exterior. En la versión base del modelo, las variables explicativas de las exportaciones de bienes incluyen la demanda externa, que se aproxima mediante el volumen de las importaciones de nuestros principales compradores —ponderado de acuerdo con la estructura exportadora de la economía española—, y la competitividad-precio de los productos que exporta España, que se define como la ratio entre los precios de exportación que cogen las empresas españolas y los de los competidores mundiales, ajustada por el tipo de cambio.

La última estimación de la ecuación de las exportaciones de bienes de García et al. (2009) se llevó a cabo con datos trimestrales de la Contabilidad Nacional (base 2008 SEC-95) para el período de 1990-2006², que finaliza en plena expansión económica. Las simulaciones realizadas con esta función para el período posterior a la crisis no han captado, en su totalidad, la favorable evolución de las exportaciones de bienes en estos años, que se han situado sistemáticamente por encima de sus determinantes tradicionales de demanda exterior y competitividad-precio, mostrando un desempeño superior al de algunos de nuestros principales socios comunitarios (véase gráfico 1). Con el objetivo de capturar los desarrollos más recientes y mejorar la capacidad predictiva del modelo, se ha ampliado la muestra hasta 2013. Conviene tener en cuenta que en estos últimos años se han producido cambios notables en el patrón de nuestras ventas al exterior. En particular, las exportaciones de bienes se han reorientado, en gran medida, hacia los mercados extracomunitarios, y, de manera singular, hacia economías emergentes, cuya demanda de importaciones mostró durante la última fase recesiva una mayor pujanza³ (véase panel izquierdo del gráfico 2). Atendiendo al tipo de productos, el patrón exportador sigue mostrando un claro

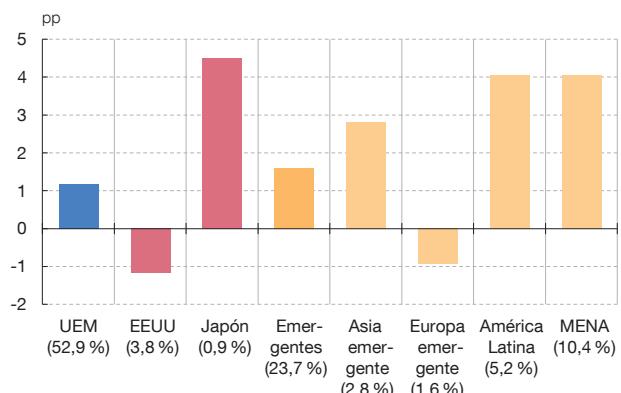
2 Para la estimación de las ecuaciones se utiliza un mecanismo de corrección del error (MCE) en una única etapa a través de mínimos cuadrados no lineales. Este método se basa en la modelización simultánea de la relación de equilibrio entre la variable dependiente y sus determinantes de largo plazo y un mecanismo de corrección de las desviaciones transitorias respecto de dicho equilibrio. Con el fin de mejorar el ajuste de la ecuación, se han incluido *dummies* estacionales y otras variables artificiales que se relacionan con momentos del tiempo en el que se han producido movimientos bruscos del tipo de cambio o con cambios estructurales.

3 A esta reorientación geográfica han contribuido los Planes Integrales de Desarrollo de Mercados (PIDM) que se iniciaron en 2008, cuya finalidad es el fomento de las relaciones comerciales y económicas con países concretos (i. e., Brasil, China, Rusia, México, Estados Unidos, India, Argelia, Marruecos y Japón). Las medidas de promoción a la exportación se reforzaron ante la crisis financiera y el colapso del comercio mundial a finales de 2008; en particular, se potenciaron y flexibilizaron los instrumentos de financiación de los proyectos de internacionalización, para paliar el impacto sobre el crédito comercial de la restricción de acceso a la financiación.

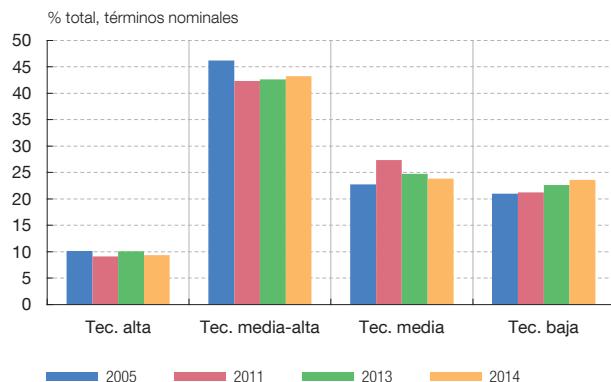
DESEMPEÑO EXPORTADOR POR DESTINO Y ESTRUCTURA EXPORTADORA POR CONTENIDO TECNOLÓGICO

GRÁFICO 2

DESEMPEÑO EXPORTADOR: DIFERENCIAL DEL CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES SOBRE LAS IMPORTACIONES, 2008-2013



ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES POR CONTENIDO TECNOLÓGICO



FUENTES: Aduanas y UNCTAD.

predominio de los bienes con un contenido tecnológico medio o medio alto, al tiempo que se observa un ligero incremento de la especialización en productos con bajo contenido tecnológico, que, a su vez, han sido los más demandados por las economías emergentes (véase panel derecho del gráfico 2).

En el cuadro 1 se presentan varias estimaciones de la versión tradicional de la función de exportaciones de bienes utilizando las nuevas series de la CNTR base 2010⁴ con distintos horizontes temporales (enlazadas con la anterior base contable para el período anterior a 1995), y se comparan con los resultados obtenidos cuando dicha ecuación se estimó con datos SEC-95 para el período de 1990-2006 (primera columna). Como se puede ver, todas las especificaciones apuntan a que la elasticidad de largo plazo de las exportaciones españolas frente a la evolución de los mercados de exportación se ha mantenido relativamente estable y en torno a la unidad. La incorporación al comercio mundial de países emergentes, con un peso elevado y creciente en el comercio mundial, no ha mermado la capacidad exportadora de la economía española⁵. En cuanto a la elasticidad-precio, se mantiene por encima de la unidad (entre 1,3 y 1,5) en las ecuaciones que arrancan en 1990 (tanto la que finaliza en 2006 como la que incorpora datos hasta 2013), mientras que disminuye hasta 0,7 cuando la muestra comienza en 1995, año de partida de la nueva serie contable, que, por tanto, sería conveniente tomar como período de referencia (véase la última columna del cuadro). En cuanto a la dinámica de corto plazo de esta última ecuación, las variaciones de la demanda exterior se trasladan en su totalidad a las ventas españolas en el exterior de manera contemporánea, mientras que la competitividad-precio presenta una elasticidad menor que la que se obtuvo en la estimación previa del MSSE y es menos significativa.

La reducción de la elasticidad-precio, tanto en el corto como en el largo plazo, podría estar reflejando la conjunción de varios factores cuando el período de estimación se

4 Las revisiones de las tasas de crecimiento de los principales agregados de la demanda externa nacional entre los años 1996-2013 han sido de cierta importancia. Esto se explica por la incorporación de los nuevos datos de Balanza de Pagos, que se han modificado como consecuencia de la implementación del sexto *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional* del FMI (MBP6) y del cambio en el sistema de información empleado por el Banco de España en su estimación.

5 Para un análisis más detallado sobre la evolución más reciente de las cuotas de exportación de la economía española, véase Rodríguez-Llorens y González, de próxima publicación.

Variable dependiente	CNTR-SEC-95				CNTR-SEC-10			
	Total bienes		Total bienes		Total bienes			
	MSSE-2006							
Período de estimación	I TR 1990-IV TR 2006		I TR 1990-IV TR 2006		I TR 1990-IV TR 2013		I TR 1995-IV TR 2013	
Número de observaciones	68		68		96		76	
R ² ajustado	0,88		0,88		0,84		0,87	
	Coef.	t-stat (c)	Coef.	t-stat (c)	Coef.	t-stat (c)	Coef.	t-stat (c)
Largo plazo								
Mercados de exportación	1,08	***	1,15	**	1,12	***	0,97	***
Competitividad-precios de exportación	-1,31	***	-1,48	**	-1,36	***	-0,74	**
Corto plazo								
Constante	2,00	2,47	**	2,44	2,65	**	2,49	3,49
MCE (d)	-0,17	-2,33	**	-0,20	-2,62	**	-0,21	-3,80
D_Mercados de exportación	0,82	2,83	***	0,92	2,54	**	1,23	4,83
D_Competitividad-precios de exportación	-0,45	-2,82	***	-0,59	-3,02	***	-0,28	-1,50
	*				*		-0,28	-1,50
							*	

FUENTE: Banco de España.

a Estimaciones de MCE en una única etapa. Variables en logaritmos.

b XRCNEB = Exportaciones de bienes en términos reales de CNTR.

c ***, **, * indican que los estadísticos son significativos al 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.

d MCE = Mecanismo de corrección del error.

circunscribe al período de 1995-2013. En primer lugar, la exclusión de la muestra de años en los que el tipo de cambio de la moneda española presentó una gran volatilidad, motivada por las sucesivas devaluaciones de comienzo de los años noventa, y, por tanto, la consideración en la estimación de un mayor número de años en los que tipo de cambio efectivo presenta oscilaciones más moderadas, por el inicio de la UEM, que continúa siendo el principal mercado al que se dirigen las exportaciones españolas. Esta modificación de régimen cambiario ha afectado, sin duda, a la transmisión de las variaciones en los costes de producción a los precios de las exportaciones totales. Asimismo, aunque en menor medida, este resultado podría estar relacionado con la creciente fragmentación internacional de los procesos productivos, lo que explicaría el menor impacto que, de acuerdo con las estimaciones con información más reciente, tienen los movimientos del tipo de cambio⁶.

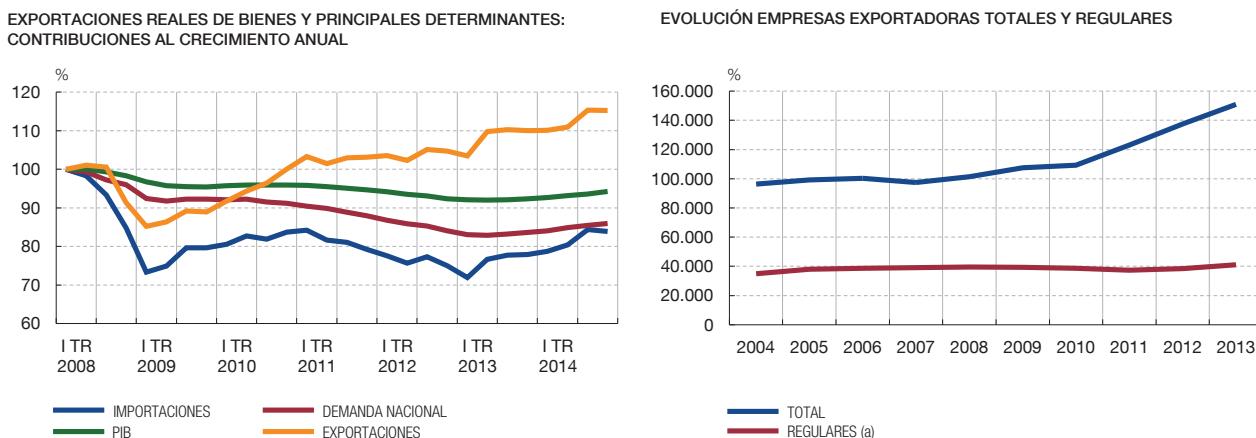
Un factor adicional que podría explicar la menor respuesta de las exportaciones a las variaciones de la competitividad-precio es el papel que la moderación salarial y las ganancias de eficiencia estarían teniendo sobre la capacidad competitiva de las empresas españolas, como estarían indicando el significativo aumento del número de empresas que exportan regularmente o el incremento en la diversificación geográfica que han tenido lugar en los últimos años (véase panel derecho del gráfico 3).

Por último, cabe preguntarse en qué medida el fuerte avance de las exportaciones durante la recesión pudo deberse, además de a los factores ya reseñados, a la búsqueda de nuevos mercados en un contexto de marcada debilidad del mercado doméstico. Cabe recordar que entre 2008 y 2013 las ventas españolas al resto del mundo registraron un aumento del 14,1 pp, mientras que la demanda nacional experimentó una caída del 14,5 pp (véase panel izquierdo del gráfico 3).

6 Véase «Understanding global trade elasticities: what has changed?», ECB Monthly Bulletin, julio de 2014.

ECUACIÓN DE LAS EXPORTACIONES Y EVOLUCIÓN DE LAS CUOTAS DE EXPORTACIÓN

GRÁFICO 3



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, Fondo Monetario Internacional, ICEX y Banco de España.

a Empresas que han exportado en los cuatro últimos años consecutivos.

Otros determinantes

Para cuantificar la contribución de las variables anteriores al comportamiento de las ventas al resto del mundo, se ha reestimado el modelo base de exportaciones, incluyendo, por un lado, medidas alternativas de competitividad-precio y competitividad-coste y, por otro lado, la demanda nacional. A continuación se analizan los principales resultados de este ejercicio.

EL IMPACTO DE LAS GANANCIAS DE COMPETITIVIDAD

Desde el comienzo de la crisis en 2008, la mejora de competitividad de la economía española se está realizando a través de un ajuste interno de costes y precios de gran intensidad⁷. A su vez, estas ganancias de competitividad han incrementado el atractivo de la economía española como receptora de flujos de inversión directa, con el consiguiente impacto positivo sobre la eficiencia y competitividad de las empresas receptoras⁸. A la hora de seleccionar los indicadores que incluir en la nueva especificación debe tenerse en cuenta que no existe consenso sobre cuál es la medida que captura mejor el ajuste de precios y costes que ha registrado la economía española a lo largo de estos años y su impacto sobre la competitividad. Por otra parte, el comportamiento de los distintos indicadores disponibles de precios y costes relativos no ha sido similar a lo largo de este período. En términos de los precios de consumo, la corrección de las pérdidas de competitividad acumuladas durante el período de expansión ha sido más moderada, mientras que, cuando se consideran los costes laborales unitarios (CLU) frente a los países desarrollados, el ajuste ha sido de 20 pp, llegando a revertirse la pérdida acumulada desde la incorporación al euro. Esta corrección de los CLU basculó en su fase inicial entre la intensa destrucción de empleo y, posteriormente, la moderación de los costes laborales, aunque el crecimiento de la productividad tuvo también una contribución positiva (véase gráfico 4).

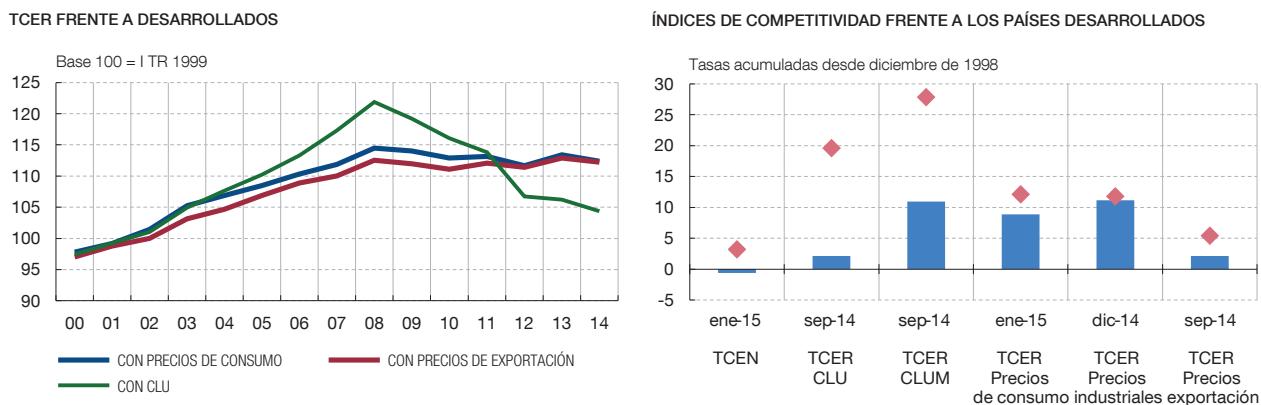
En el cuadro 2, se presentan los resultados de las estimaciones realizadas para el período de 1995-2013 con diferentes medidas de competitividad: precios relativos de consumo y costes laborales unitarios (CLU) frente a países desarrollados y precios de exportación frente a un conjunto más amplio de países. Como se puede observar en dicho cuadro, no

7 Véase Gómez Loscos y Martín Machuca (2014).

8 Véase Rodríguez y Tello (2014).

EVOLUCIÓN DE LA COMPETITIVIDAD PRECIO Y COSTES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

GRÁFICO 4



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

ESTIMACIÓN DE LAS FUNCIONES DE LAS EXPORTACIONES: DIFERENTES MEDIDAS DE COMPETITIVIDAD 1995-2013 (a)

CUADRO 2

Medida de competitividad	Precios de exportación (IVUS)		CLU frente a países desarrollados		Precios de consumo frente a países desarrollados	
Variable dependiente	XRCNEB (b)		XRCNEB (b)		XRCNEB (b)	
Período de estimación	I TR 1995-IV TR 2013		I TR 1995-IV TR 2013		I TR 1995-IV TR 2013	
Número de observaciones	76		76		76	
R ² ajustado	0,87		0,86		0,87	
	Coef.	t-stat (c)	Coef.	t-stat (c)	Coef.	t-stat (c)
Largo plazo						
Mercados de exportación	0,97	***	0,97	***	1,06	***
Competitividad-IVU	-0,74	***	-0,65	***	-0,83	***
Corto plazo						
Constante	2,82	3,95	***	2,77	3,71	***
MCE (d)	-0,29	-4	***	-0,3	-4,02	***
D_Mercados de exportación	1,13	5,15	***	1,16	5,23	***
D_Competitividad	-0,28	-1,5	*	-0,14	-0,5	-0,77

FUENTE: Banco de España.

a Estimaciones de MCE en una única etapa. Variables en logaritmos.

b XRCNEB = Exportaciones de bienes en términos reales de CNTR.

c ***, **, * indican que los estadísticos son significativos al 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.

d MCE = Mecanismo de corrección del error.

se aprecian diferencias sustanciales en la capacidad explicativa del modelo. Los resultados, muy similares, apuntan a que una ganancia de competitividad del 1 % estaría asociada con un aumento de las exportaciones en torno al 0,6 %-0,8 %, dependiendo de la medida de competitividad empleada. La similitud de los resultados ilustra cuán difícil es reflejar en una medida cambios en la competitividad de una empresa con orígenes tan diversos como ajustes de precios derivados de reformas estructurales o de variaciones en el tipo de cambio y, por tanto, con impacto diferente sobre las exportaciones a nivel agregado, y, sobre todo, según el área de destino de la venta. De ahí que resulte crucial extender el ejercicio presentado en este artículo a las exportaciones de bienes españolas distinguiendo entre zona del euro y resto del mundo.

En cuanto a la respuesta a cambios en la demanda externa, el coeficiente estimado se mantiene en torno a la unidad en la mayoría de las especificaciones. En el corto plazo, de acuerdo con estas estimaciones, la evolución de la demanda externa continúa siendo significativa, mientras que el efecto de las diferentes medidas de competitividad es, en general, poco significativo⁹.

EL PAPEL DE LA DEMANDA DOMÉSTICA

Un elemento que podría ayudar a explicar la favorable evolución de las exportaciones durante la última recesión es la debilidad de la demanda doméstica, ya que en este contexto las empresas tienen un mayor incentivo para dirigir sus ventas hacia los mercados exteriores. Por ejemplo, Van der Buschen (2014)¹⁰ encuentra evidencia, basada en datos desagregados a nivel de empresa para los países del área del euro, de que la probabilidad de que una empresa exporte está correlacionada negativamente con la evolución de la demanda doméstica agregada, aun teniendo en cuenta que en un contexto de crisis el acceso a la financiación y las desfavorables condiciones crediticias anticiparían mayores dificultades para llevar a cabo la actividad exportadora. Desde una perspectiva macroeconómica, Esteves y Rúa (2013), para Portugal, y Bobeica *et al.* (2014), para los países del área del euro, exploran el papel de la demanda doméstica en la evolución más reciente de las exportaciones y encuentran que el efecto es asimétrico, debido a que las empresas, una vez que incurren en los costes hundidos, suelen consolidar su condición de exportadoras.

Para identificar el efecto de las condiciones de la demanda interna sobre las ventas exteriores, se ha incluido en la versión tradicional reestimada de la ecuación de exportaciones (presentada en el apartado 2) la evolución de la demanda nacional en el corto plazo como variable explicativa adicional. En el cuadro 3 se presentan los resultados de esta estimación (columna 2), que señalan un coeficiente negativo y significativo asociado a la evolución de la demanda doméstica retardada tres períodos, lo que sería indicativo de que la evolución del mercado interior ha jugado un cierto papel en la evolución de las exportaciones en el período analizado, en línea con la hipótesis anterior, si bien, ante una caída de la demanda doméstica, las empresas necesitarían algún tiempo para poder iniciar la actividad exportadora.

Es posible que existan diferencias en el impacto de los distintos componentes de la demanda doméstica sobre la decisión de exportar de los productores nacionales, por lo que se ha estimado de forma diferenciada el efecto del consumo privado y de la inversión empresarial. Cabe esperar un signo negativo en el coeficiente relacionado con el consumo, si bien, en el caso de la demanda de inversión, la relación entre exportaciones e inversión podría ser bidireccional. Así, se podría esperar que un aumento de la inversión neta estuviera relacionado con una expansión de la capacidad productiva instalada, lo que, en el caso de los sectores con vocación exportadora, podría redundar en un mayor volumen de ventas al exterior. Los resultados de la estimación (véase segunda columna del cuadro 3) revelan que la elasticidad de las exportaciones frente al consumo es más negativa y significativa que frente a la demanda doméstica en su conjunto. Por su parte, las pruebas realizadas incorporando la inversión, tanto total como en equipo, apuntan a que este componente no afectaría de manera significativa a la evolución de las exportaciones en el corto plazo. Estos resultados apoyan, por tanto, la hipótesis de que la caída del consumo durante la crisis fue una palanca que motivó a las empresas españolas a aumentar su presencia en los mercados internacionales.

9 Véanse Ca'Zorzi y Schnatz (2007) y Christodouloupolou y Tkačevs (2014).

10 Para la estimación utiliza datos EFIGE, la encuesta de Bruegel sobre la internacionalización y la base de datos de AMADEUS.

Variable dependiente	Modelo tradicional con precios de exportación		Demanda doméstica		Consumo	
	XRCNEB (b)	XRCNEB (b)	XRCNEB (b)	XRCNEB (b)	XRCNEB (b)	XRCNEB (b)
Período de estimación	I TR 1995-IV TR 2013		I TR 1995-IV TR 2013		I TR 1995-IV TR 2013	
Número de observaciones	76		76		76	
R ² ajustado	0,87		0,87		0,89	
	Coef.	t-stat (c)	Coef.	t-stat (c)	Coef.	t-stat (c)
Largo plazo						
Mercados de exportación	0,97	***	0,94	***	0,91	**
Competitividad-precios de exportación	-0,74	**	-0,72	**	-0,72	**
Corto plazo						
Constante	2,82	3,95	***	2,51	3,44	***
MCE (d)	-0,29	-4,00	***	-0,26	-3,48	***
D_Mercados de exportación	1,13	5,15	***	1,15	5,3	***
D_Competitividad-precios de exportación	-0,28	-1,50	*	-0,34	-1,77	**
D_Demanda doméstica (t-3)				-0,41	-1,64	**
D_Consumo (t-3)					-0,84	-3,59

FUENTE: Banco de España.

a Estimaciones de MCE en una única etapa. Variables en logaritmos.

b XRCNEB = Exportaciones de bienes en términos reales de CNTR.

c ***, **, * indican que los estadísticos son significativos al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

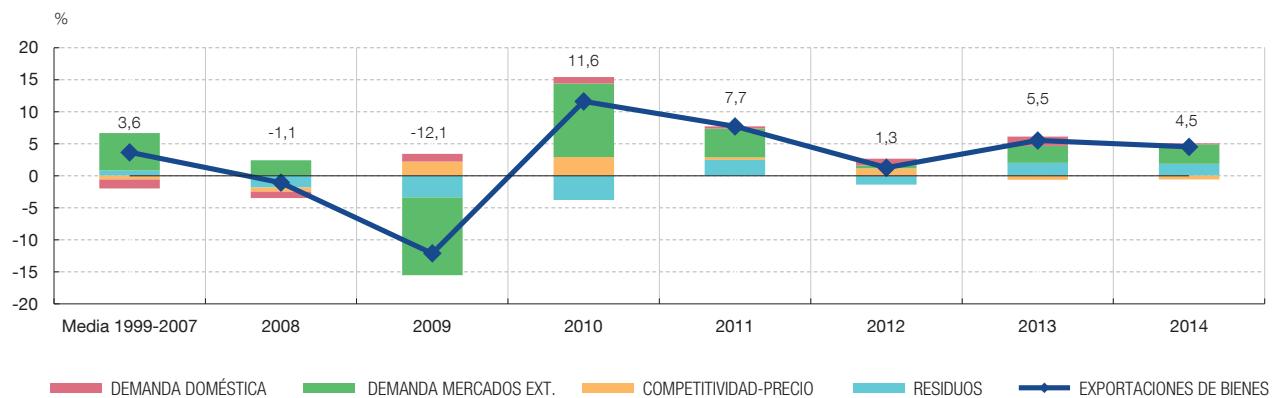
d MCE = Mecanismo de corrección del error.

El gráfico 5 traslada los resultados de la mejor estimación del modelo, que se corresponde con la especificación que incluye la demanda doméstica (véase columna 3 del cuadro 3), a un gráfico de aportaciones, con el objetivo de analizar la contribución de cada uno de los determinantes considerados a la evolución de las exportaciones en los últimos años. Este ejercicio permite observar cómo la evolución de los mercados exteriores se mantiene como el principal determinante de las exportaciones a lo largo de todo el período, mientras que el ajuste de la competitividad-precio (utilizando precios de exportación) fue positivo hasta 2012. Por último, la caída de la demanda doméstica durante la crisis contribuyó de forma moderada, pero positiva, a la recuperación desde 2009 hasta 2013. En 2014, el cambio de ciclo de la demanda se traduce en una aportación cada vez menor de este componente. La existencia de un residuo todavía positivo, junto con la aportación —moderada o, incluso, ligeramente negativa— de la competitividad-precio en los dos últimos años, podría estar reflejando las dificultades para recoger con esta variable el impacto positivo sobre el grado de competencia de nuestras empresas del descenso de costes relativos frente a los países de la zona del euro. Un análisis desagregado de las exportaciones de bienes a la zona del euro y al resto del mundo, sin duda, permitiría mejorar la estimación y cualificar el impacto diferencial de estas variables sobre las exportaciones de bienes de España según el área de destino de estas.

En resumen, la notable corrección del desequilibrio externo de la economía española durante los últimos años y los cambios estructurales que se están produciendo, tanto a nivel doméstico como internacional, podrían haber modificado la relación entre la evolución de los flujos comerciales y sus determinantes. En este artículo se investiga si los determinantes de la evolución de las exportaciones de bienes podrían haber cambiado durante la última crisis. Puesto que la evolución de los determinantes tradicionales no es suficiente para explicar el dinamismo de las exportaciones españolas evidenciado durante la mayor

EXPORTACIONES DE BIENES REALES Y SUS PRINCIPALES DETERMINANTES
Contribuciones a la tasa de variación anual (a)

GRÁFICO 5



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a En tasas logarítmicas.

parte de la crisis, también se explora el papel de otros determinantes, como la demanda doméstica y sus distintos componentes. A partir de este análisis, se concluye que la debilidad del consumo durante el período recesivo podría haber favorecido que las empresas intensificaran sus procesos de internacionalización. Con las debidas cautelas, la progresiva recuperación de la demanda interna que experimenta la economía española desde finales de 2013 podría contribuir a moderar el ritmo de avance de las ventas al exterior, si bien, ante los costes asumidos por las empresas españolas en su expansión, difícilmente cabe esperar una reversibilidad de este proceso.

20.4.2015.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2011). «The competitiveness of the Spanish Economy», capítulo 2, *Annual Report*.
- BOBEICA, E., P. S. ESTEVES, A. RÚA y K. STAEBER (2014). *Exports and domestic demand pressure: a dynamic panel data model for the euro area countries*, Working Papers 2014, 15, Banco de Portugal.
- CA'ZORZI, M., y B. SCHNATZ (2007). *Explaining and forecasting Euro Area exports. Which competitiveness indicator performs best?*, Working Paper Series, n.º 833, ECB.
- CHRISTODOULOUPOULOU, S., y O. TKAČEVS (2014). *Measuring the effectiveness of cost and price competitiveness in external rebalancing of euro area countries: what do alternative HCIS tell us?*, Working Papers Series n.º 1736.
- ESTEVES, P. S., y A. RÚA (2013). *Is There a Role for Domestic Demand Pressure on Export Performance?*, Working Papers 03/2013, Banco de Portugal.
- GARCÍA, C., E. GORDO, J. MARTÍNEZ-MARTÍN y P. TELLO (2009). *Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.
- GÓMEZ LOSCOS, A., y C. MARTÍN MACHUCA (2014). «Una comparación de la respuesta del sector exterior en las dos últimas recesiones», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España, pp. 43-52.
- HURTADO, S., J. L. FERNÁNDEZ, E. ORTEGA y A. URTASUN (2011). *Una nueva actualización del Modelo Trimestral*, Documentos Ocasionales, n.º 1106, Banco de España.
- HURTADO, S., P. MANZANO, E. ORTEGA y A. URTASUN (2014). *Up-date and re-estimation of the quarterly model of Banco de España MTBE*, Documentos Ocasionales, n.º 1403, Banco de España.
- ORTEGA, E., P. BURRIEL, J. L. FERNÁNDEZ, E. FERRAZ y S. HURTADO (2007). *Actualización del Modelo Trimestral*, Documentos de Trabajo, n.º 0717, Banco de España.
- RODRÍGUEZ, A., y P. TELLO (2014). «El impacto de la inversión exterior directa sobre la productividad y el empleo del sector manufacturero español (2001-2010)», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- RODRÍGUEZ-LLORENS, C., y M. J. GONZÁLEZ. «Evolución de las cuotas de exportación por productos: una comparación internacional (2007-2013)», de próxima publicación en *Boletín Económico*, Banco de España.
- VAN DER BUSCHEN (2014). «Firm-level productivity and exporting: diagnosing the role of financial constraints», *Product Market Review 2013: Financing the Real Economy*, Comisión Europea.

NEGOCIACIÓN COLECTIVA, RIGIDECES SALARIALES Y EMPLEO: UN ANÁLISIS CON DATOS MICROECONÓMICOS

Este artículo ha sido elaborado por Ernesto Villanueva, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

En 2010 y 2012 se introdujeron en España dos reformas de la regulación de la negociación colectiva encaminadas, entre otros objetivos, a permitir una mayor respuesta de los salarios ante variaciones del ciclo económico. Durante las recesiones que comenzaron en 1993 y en 2008, el ajuste de los salarios fue reducido, mientras que el empleo disminuyó de manera acusada. La regulación de la negociación colectiva en España, que introducía mínimos salariales de obligado cumplimiento para todas las empresas de un determinado sector independientemente de su situación, fue una de las fuentes de rigideces salariales que hicieron recaer sobre el empleo la mayor parte del peso de los ajustes¹.

Este artículo ofrece una estimación del impacto de la rigidez salarial sobre las pérdidas de empleo al comienzo de la recesión de 2008, previo a las dos últimas reformas laborales. Esta cuantificación ayuda a calibrar en qué medida el incremento en la flexibilidad salarial asociado a las reformas de la negociación colectiva podría mitigar la destrucción de empleo ante eventuales caídas futuras de la demanda.

Existen varios estudios de carácter macroeconómico acerca de las consecuencias de la regulación de la negociación colectiva sobre el empleo, que extraen sus conclusiones fundamentalmente a partir de comparaciones internacionales². En contraste, en este artículo se utilizan datos desagregados de historiales laborales individuales enlazados con la información disponible sobre los convenios colectivos aplicables en cada caso.

La utilización de datos desagregados es importante en el contexto español, ya que la regulación de la negociación colectiva generó dinámicas salariales heterogéneas entre provincias, industrias y trabajadores al inicio de las recesiones de 1993 y 2008. Por un lado, de todos los trabajadores cubiertos por un convenio colectivo, el 55 % de ellos tienen fijadas sus condiciones laborales por convenios sectoriales de ámbito provincial, cuya renegociación tiende a ser poco frecuente. Por otro, la extensión de los convenios colectivos a todos los trabajadores y empresas del ámbito del convenio es automática, una vez que las partes que lo negocian tienen la suficiente representatividad legal³. Como resultado de ambas características, una alta proporción de empresas terminaba estando sujeta a unos mínimos salariales de obligado cumplimiento, revisados de manera infrecuente y que variaban entre sectores, y, para un mismo sector, entre provincias.

Así pues, la respuesta de los salarios pactados en convenio a una variación de la actividad económica ha sido heterogénea entre sectores y provincias, de manera que, incluso dentro de una misma provincia y sector, distintos trabajadores han experimentado crecimientos salariales dispares dependiendo de si su salario estaba más o menos próximo al fijado por el convenio colectivo correspondiente.

1 Varios trabajos de la Wage Dynamics Network del BCE han explorado en detalle los determinantes de la falta de ajuste salarial, más allá de la negociación colectiva. Véase, también, Messina *et al.* (2010) o Dickens *et al.* (2007).

2 Murtin *et al.* (2014) observan que en Francia y en España, donde la extensión de los convenios colectivos es automática, las tasas de salida del empleo son relativamente mayores y las tasas de creación de empleo son menores que en otros países.

3 Véase Bentolila, Izquierdo y Jimeno (2010).

La información desagregada permite, por un lado, acomodar este grado de heterogeneidad en la fijación de salarios y, por otro, verificar sus efectos en la evolución del empleo al inicio de una recesión.

A continuación se presenta una breve panorámica de los estudios en países similares a España que han adoptado un enfoque desagregado para estimar el efecto de la negociación colectiva sobre el empleo. Posteriormente, se analiza el caso español, describiendo, en primer lugar, cómo se ajustaron los salarios fijados por convenios colectivos desde el inicio de la recesión de 2008 y, en segundo lugar, relacionando las variaciones de salarios y la pérdida de empleo observadas en una muestra de trabajadores cuyos salarios estaban determinados por convenios colectivos de ámbito sectorial en esa fecha.

Negociación colectiva, salarios y empleo: resultados a partir de datos microeconómicos

Varios estudios han documentado que, una vez se ajusta por la composición del empleo a lo largo del ciclo, los mercados laborales de España o Italia mostraban un mayor grado de rigidez salarial que otras economías de su entorno⁴. Una posible explicación de este comportamiento es que, en estos países, los salarios se determinaban en buena medida por convenios colectivos que se revisaban infrecuentemente, de modo que, en el inicio de una recesión, una parte importante de trabajadores tiene fijados incrementos salariales por acuerdos plurianuales firmados en períodos de expansión. Esto daría lugar a que en países como Italia o España se observara que, si bien los salarios pactados en convenios colectivos de nueva firma sí responden a variaciones del desempleo local o agregado, la prevalencia de convenios colectivos plurianuales con incrementos prefijados termina haciendo que la respuesta de los salarios que se observa cuando los datos se consideran a nivel agregado sea mucho menor⁵. Por otra parte, cuando hay trabajadores que reciben salarios superiores a los fijados en el correspondiente convenio colectivo, la variación del crecimiento salarial pactado en convenios es solo una parte del grado de la respuesta salarial. Podría ocurrir, por ejemplo, que los incrementos salariales fijados en convenio se compensasen con la reducción de otros componentes salariales en el caso de estos trabajadores⁶.

El uso de datos microeconómicos obtenidos a partir del enlace de información sobre empresas, trabajadores y convenios permite examinar directamente en qué medida los salarios individuales están afectados por este tipo de rigideces salariales asociadas a una determinada configuración de la negociación colectiva y, también, identificar sus posibles consecuencias sobre el empleo. Por ejemplo, con este tipo de datos se ha observado que en Italia entre 1991 y 1999 una fracción importante de los trabajadores tuvieron crecimientos salariales próximos al fijado en el correspondiente convenio colectivo, una indicación de la presencia de rigideces nominales, y que, en las provincias italianas en las que un mayor número de trabajadores estaba sujeto a estas rigideces, la tasa de desempleo fue mayor⁷. Asimismo, en Portugal se ha observado que en los cuatro meses siguientes a la extensión de un convenio colectivo, las empresas afectadas reducen su empleo en torno a 2 puntos porcentuales (pp) más que empresas en sectores similares, habiendo sido esta reducción más acusada durante la última recesión y relativamente mayor entre

4 Por ejemplo, una primera aproximación a la medición de rigideces salariales consiste en calcular la fracción de trabajadores cuyo salario nominal no ha variado en un año dado o, alternativamente, ha crecido a la misma tasa que la inflación [véase Dickens *et al.* (2007)]. Un segundo enfoque trata de calcular la respuesta del crecimiento salarial ante fluctuaciones de la tasa de desempleo una vez se ajusta por cambios cíclicos en las características de los empleados [véanse Haefke *et al.* (2013) para Estados Unidos, Carneiro *et al.* (2012) para Portugal o De la Roca (2014) para España].

5 Véanse Rosolia (2015) y Bentolila, Izquierdo y Jimeno (2010).

6 Véase Cardoso y Portugal (2005).

7 Véase DeVienti *et al.* (2007).

	Año 1993		Año 2009	
	% trabajadores	Crecimiento salarial (a)	% trabajadores	Crecimiento salarial
Firmado el año siguiente al indicado en la columna	2,6	4,69	8,0	0,99
Firmado durante el año indicado en la columna	65,9	5,05	20,8	1,75
Firmado el año anterior al indicado en la columna	27,5	6,31	31,5	2,45
Firmado dos años antes del indicado en la columna	2,5	6,55	37,0	2,58

FUENTE: Banco de España, utilizando el Registro de Convenios Colectivos 1990-2012.

a La columna «Crecimiento salarial» muestra el crecimiento salarial pactado en puntos porcentuales el año 1993 (segunda columna) o 2009 (cuarta columna) predicho para un convenio sectorial de provincia, sin cláusula de revisión salarial.

las empresas de menor tamaño⁸. También con datos portugueses se ha podido establecer que el impacto de una extensión de un convenio colectivo sobre los costes laborales de una empresa es tanto mayor cuanto mayor es la proporción de trabajadores cuyo salario estaba ya próximo a las tarifas salariales establecidas por convenio colectivo⁹.

El ajuste salarial en los convenios colectivos en España durante la crisis

Durante la fase recesiva que se inició en 2008 en España el ajuste salarial fue inicialmente lento, ya que los salarios agregados continuaron creciendo hasta 2011, mientras el empleo se reducía notablemente. Por otra parte, dado que el ámbito más común de negociación colectiva en España era el sectorial/provincial, empresas de un mismo sector de actividad, pero localizadas en provincias con convenios colectivos firmados en distintos momentos, estuvieron sujetas a tarifas salariales diferentes. Esta disparidad acentúa los efectos negativos sobre el empleo de una disminución de la demanda agregada al inicio de una recesión¹⁰.

A modo de ilustración, en el cuadro 1 se compara el crecimiento salarial que se fijó en los convenios de ámbito provincial al inicio de las recesiones de 1993 y 2008, distinguiendo el momento de la firma de los convenios. Durante la primera recesión, los convenios sectoriales firmados en 1992 fijaron incrementos salariales nominales para 1993 en torno al 6,5 %, mientras que los convenios firmados durante los dos años siguientes los fijaron alrededor del 5 %. Por otra parte, durante la recesión de 1993, empresas que empleaban a un tercio de los trabajadores estaban sujetas a incrementos salariales fijados en períodos de expansión. Al inicio de la recesión de 2008, empresas que empleaban a casi el 70 % de los trabajadores estaban sujetas a un incremento en sus costes laborales que excedía un 2 %, mientras que las empresas que contrataban al 30 % restante aplicaban incrementos salariales en torno al 1 %.

La identificación del momento exacto en el que los agentes cambian su percepción acerca del comportamiento de la economía —y, por tanto, acerca de cuándo deberían producirse los ajustes salariales— es una tarea compleja. En el caso de la última recesión se ha documentado que las expectativas cambiaron rápidamente tras la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008¹¹, de modo que esta fecha se puede utilizar para separar los convenios colectivos pactados en momentos de expansión (aquellos cuya

8 Véase Martins (2014).

9 Véase Guimaraes *et al.* (2014).

10 Veáñese Olivei y Tenreyro (2007) y Card (1990).

11 Por ejemplo, Hudomiet *et al.* (2011) recogieron datos de expectativas subjetivas acerca de la evolución de la bolsa, documentando un cambio abrupto en el último trimestre de 2008, alrededor de la quiebra de Lehman Brothers.

CRECIMIENTO SALARIAL PACTADO PARA 2009, POR TRIMESTRE DE FIRMA RELATIVO AL CUARTO TRIMESTRE DE 2008



FUENTE: Banco de España, utilizando el Registro de Convenios Colectivos.

a) Valor predicho, en puntos básicos, de una regresión de crecimiento salarial sobre el trimestre de la fecha de firma, ajustado por indicadores de industria, provincia, convenio plurianual y cláusula de revisión salarial. Los valores son la desviación con respecto a 2,5 %, el crecimiento medio pactado para 2009 en convenios firmados entre octubre y diciembre de 2007.

firma ocurre antes del 15 de septiembre de 2008) y los pactados en un momento de recepción (cuya firma ocurrió después de dicha fecha). Analizando la evolución de los salarios nominales pactados para 2009, se observa que los convenios colectivos sectoriales firmados entre octubre de 2007 y agosto de 2008 fijaron incrementos salariales nominales muy similares a los registrados en el período de expansión anterior, mientras que los convenios firmados tras el 15 de septiembre de 2008 fijaron incrementos salariales menores, siendo la diferencia entre ambas magnitudes estadísticamente significativa (véase gráfico 1). Esta observación sugiere que en esa recesión el ajuste salarial, una vez iniciado, fue especialmente rápido, pero circunscrito a los convenios de nueva firma.

Frecuencia de la negociación colectiva y pérdidas de empleo

En suma, como se ha mostrado en el apartado anterior, el solapamiento de múltiples convenios colectivos dio lugar a que al inicio de la recesión empresas similares tuvieran que aplicar incrementos salariales muy distintos. Es de esperar que las que tuvieron que aplicar incrementos salariales más elevados experimentaran pérdidas de empleo mayores que empresas semejantes cuyo convenio sectorial, al haberse firmado posteriormente, estableció incrementos salariales más reducidos.

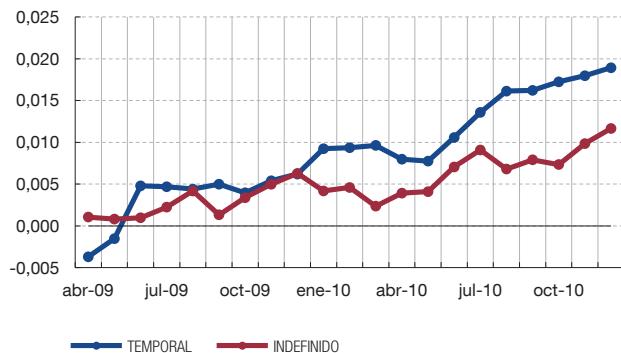
Para comprobar esta conjectura, se compara la probabilidad de estar desempleado entre 2009 y 2010 para los trabajadores empleados en industrias cuyo convenio para 2009 se firmó en un momento alcista con la de los trabajadores cuyo convenio colectivo fue firmado durante la recesión (utilizando de nuevo como momento del cambio de ciclo la quiebra de Lehman Brothers ocurrida el 15 de septiembre de 2008) (véase panel izquierdo del gráfico 2)^{12, 13}. Se observa que entre enero de 2009 y diciembre de 2010 la probabilidad de estar desempleado fue 1 pp superior entre los trabajadores cuyo convenio colectivo para 2009 y 2010 se firmó durante la expansión que entre el resto de trabajadores, siendo la diferencia aún más acusada entre los trabajadores que tenían un contrato temporal.

Dado que los convenios colectivos fijaban salarios mínimos según el sector de actividad, provincia de residencia y grupo profesional, sería de esperar también que los incrementos salariales y las pérdidas de empleo hubieran sido especialmente intensos para

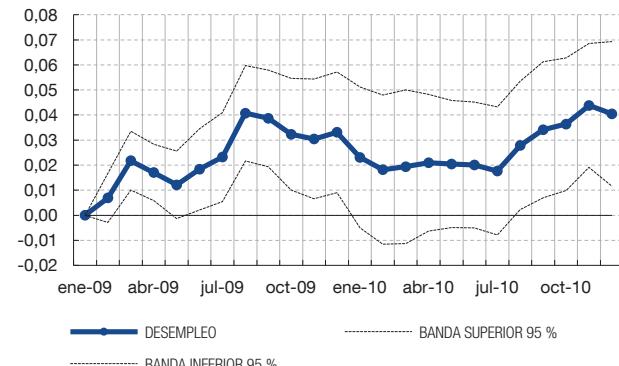
12 El cambio fijado en los salarios puede reflejar cambios en la percepción de los agentes acerca de la inflación o del desempleo esperado.

13 Para más detalles, véase Díez-Catalán y Villanueva (2014).

PROBABILIDAD DE ESTAR DESEMPLEADO, CONVENIO COLECTIVO FIRMADO ANTES DEL 15 DE SEPTIEMBRE DE 2008 (a)



PROBABILIDAD MENSUAL DE ESTAR EN EL PARO, SALARIOS PRÓXIMOS A CONVENIO (b)



FUENTE: Banco de España, utilizando el Registro de Convenios Colectivos y la Muestra Continua de Vidas Laborales.

- a Este panel presenta el incremento de la probabilidad mensual de estar desempleado asociado a la firma del convenio colectivo antes del 15 de septiembre de 2008 estimada mediante regresiones lineales de la probabilidad de estar desempleado sobre fecha de firma del convenio, indicadores de industria y provincia.
- b Este panel presenta el incremento de la probabilidad mensual de estar desempleado asociado a la firma del convenio colectivo antes del 15 de septiembre de 2008 para la muestra de trabajadores que en diciembre de 2007 tenían un salario que excedía al mínimo del convenio del sector en un 20 % como máximo. El modelo incluye indicadores de convenio colectivo.

los trabajadores cuyo salario estuviera más próximo a la tarifa salarial fijada en convenio. A este respecto, se observa que los trabajadores cuyo salario en 2007 era un 10 % superior al mínimo del convenio y cuyo contrato colectivo fue firmado antes de la quiebra de Lehman Brothers experimentaron un incremento salarial 1 pp superior al del resto de los trabajadores (véase cuadro 2). Por el contrario, la fecha de firma del convenio colectivo no afecta al crecimiento salarial para los trabajadores cuyo salario excedía el del convenio colectivo en al menos un 20 %. Como muestra el panel derecho del gráfico 2, las pérdidas de empleo fueron especialmente intensas entre los trabajadores cuyo salario estaba más próximo al fijado en el correspondiente convenio colectivo. Así, entre los trabajadores cuyo convenio fue firmado durante la expansión, aquellos cuyo salario estaba más próximo al suelo del convenio pasaron un 3 % más de días desempleados que el resto.

Para estimar la magnitud económica de estos efectos, un ejercicio interesante consiste en comparar la pérdida de empleo que se hubiera observado si los convenios firmados antes de la caída de Lehman Brothers hubieran podido renegociarse fijándose los mismos incrementos salariales observados luego en los convenios firmados después de tal fecha. El resultado de este ejercicio sugiere que, de haberse renegociado los convenios, los trabajadores cuyo salario antes de la recesión era, como máximo, 20 pp superior a la tarifa de su convenio habrían estado aproximadamente la mitad de días desempleados entre 2009 y 2010. En cambio, dado que la negociación sectorial fija únicamente ganancias mínimas, la renegociación no habría alterado en absoluto los niveles de empleo de los trabajadores cuyo salario era superior a 1,4 veces la tarifa del convenio provincial.

En definitiva, el hecho de que las pérdidas de empleo y el incremento en los costes laborales se concentren entre los trabajadores con salarios próximos a la tarifa del convenio y cuyos contratos fueron firmados durante una expansión sugiere que la rigidez salarial asociada a los convenios colectivos actuó al inicio de la recesión como un mecanismo de propagación de las perturbaciones agregadas.

	Crecimiento salarial observado (a)	Proporción de días desempleado (b)
	(1)	(2)
1 Convenio firmado antes del 15.9.2008 y salario entre un 0 % y un 10% superior al mínimo de convenio	0,0102 (0,0042)	0,034 (0,010)
2 Convenio firmado antes del 15.9.2008 y salario entre un 10 % y un 20% superior al mínimo	0,0057 (0,0041)	0,024 (0,010)
3 Convenio firmado antes del 15.9.2008 y salario entre un 20 % y un 40% superior al mínimo	0,002 (0,003)	0,010 (0,007)

FUENTE: Banco de España, utilizando el Registro de Convenios Colectivos 2008-2010 y la Muestra Continua de Vidas Laborales.

- a Los coeficientes, estimados por mínimos cuadrados ordinarios, miden cómo varía el crecimiento salarial en 2009 de los trabajadores que permanecen en su trabajo dependiendo tanto de la distancia entre el salario del trabajador en diciembre de 2007 y el mínimo de convenio como de la fecha de firma del convenio colectivo [véase Diez-Catalán y Villanueva (2014)].
- b Los coeficientes, estimados por mínimos cuadrados ordinarios, miden cómo varía la proporción de días no trabajados durante el bienio 2009-2010 dependiendo tanto de la distancia entre el salario del trabajador en diciembre y el mínimo de convenio como de la fecha de firma del convenio colectivo [véase Díez-Catalán y Villanueva (2014)].

Comentarios finales

El escaso grado de ajuste de los salarios en España durante los primeros años de la recepción ha sido señalado como un factor que pudo contribuir a la intensa destrucción de empleo que tuvo lugar entre 2009 y 2010. La evidencia presentada en este artículo, basada en información desagregada que combina datos sobre convenios, salarios y situación laboral de los empleados, muestra que se produjeron pérdidas de empleo especialmente intensas entre los trabajadores sujetos a convenios colectivos que, firmados en momentos alcistas, fijaban incrementos salariales relativamente elevados. En concreto, se observa que, al inicio de las recesiones de 1993 y 2008, había una alta dispersión de condiciones salariales ocasionada por la existencia de convenios colectivos plurianuales que, fijados durante momentos expansivos del ciclo, pactaban altos incrementos salariales para una parte importante de los trabajadores. Por el contrario, otros grupos de trabajadores, que estaban sujetos a convenios colectivos firmados en períodos de recesión, experimentaron crecimientos salariales más ajustados al cambio en las condiciones macroeconómicas. También se ha detectado una mayor probabilidad de pérdida de empleo entre los trabajadores sujetos a convenios firmados en momentos alcistas, efecto que se debe exclusivamente a aquellos cuyos salarios estaban más próximos al suelo fijado en el convenio. Las estimaciones presentadas sugieren que para este grupo de trabajadores una renegociación del convenio provincial hubiera reducido la probabilidad de estar desempleado hasta en un 50 %.

Después de 2010 han tenido lugar varias reformas laborales dirigidas a flexibilizar la regulación de la negociación colectiva en España, introduciendo, entre otras medidas, mecanismos que facilitan que las empresas dejen de aplicar convenios colectivos de ámbito superior. Hasta que no se disponga de más datos (preferentemente microeconómicos, como los aquí utilizados) sobre el desarrollo de la negociación colectiva a partir de la aplicación de dichas reformas, no será posible evaluar sus efectos de una manera completa y rigurosa. No obstante, la evidencia presentada en este artículo apunta a que, por su orientación, cabe esperar que en el futuro el ajuste ante eventuales disminuciones inesperadas de la demanda de trabajo se realice en mayor medida mediante cambios en los salarios, en lugar de a través de fuertes pérdidas de empleo.

14.4.2015.

BIBLIOGRAFÍA

- BENTOLILA, S., M. IZQUIERDO y J. F. JIMENO (2010). «Negociación colectiva: La gran reforma pendiente», *Papeles de Economía Española*, 124.
- CARD, D. (1990). «Unexpected inflation, real wages and employment determination in union contracts», *American Economic Review*, 80:4, pp. 669-688.
- CARDOZO, A. R., y P. PORTUGAL (2005). «Contractual wages and the wage cushion under different bargaining settings», *Journal of Labor Economics*, 23:4, pp. 875-902.
- CARNEIRO, A., P. GUIMARAES y P. PORTUGAL (2012). «Real wages and the business cycle: accounting for worker, firm and job title heterogeneity», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n.º 2, pp. 133-152.
- DE LA ROCA, J. (2014). «Real wages and business cycles: Evidence from Spain using Social Security data», *SERIES, Special Issue on the Crisis in Spain*.
- DEVICIENTI, F., A. MAIDA y P. SESTITO (2007). «Downward wage rigidity in Italy: Micro-based measures and implications», *The Economic Journal*, vol. 117 (524), pp. 530-552.
- DICKENS, W., E. GROSHEIN, J. MESSINA, J. TURUNEN, L. GOETTE, S. HOLDEN, M. SCHWEITZER y M. WARD (2007). «How wages change: evidence from the International Wage Flexibility Project», *Journal of Economic Perspectives*, 21 (2), pp. 195-214.
- DÍEZ-CATALÁN, L., y E. VILLANUEVA (2014). *Contract staggering and unemployment during the Great Recession: Evidence from Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1431, Banco de España.
- GUIMARAES, P., F. MARTINS y P. PORTUGAL (2014). *Upward nominal wage rigidity*, manuscrito, Banco de Portugal.
- HAEFKE, CH., M. SONNTAG y T. VAN RENS (2013). «Wage Rigidity and Job Creation», *Journal of Monetary Economics*, 60, pp. 887-899.
- HUDOMIET, P., G. KÉZDI y R. WILLIS (2011). «Stock market crash and the expectations of American Households», *Journal of Applied Econometrics*, 26 (3), pp. 393-415.
- MARTINS, P. (2014). *30,000 Minimum Wages: The Economic Impact of the Extensions of Collective Agreements*, Working Paper n.º 51, University of London, School of Business and Management, Centre for Globalisation Research.
- MESSINA, J., P. DU CAJU, C. DUARTE, N. HANSEN y M. IZQUIERDO (2010). «The Incidence of real and nominal wage rigidity: an individual based sectoral approach», *Journal of the European Economic Association*, vol. 8 (2-3), abril-mayo.
- MURTIN, F., A. DE SERRES y A. HIJZEN (2014). «Unemployment and the coverage extension of collective wage agreements», *European Economic Review*, 71:C, pp. 52-66.
- OLIVEI, G., y S. TENREYRO (2007). «The timing of monetary policy shocks», *American Economic Review*, junio, vol. 97 (3), pp. 636-663.
- ROSOLIA, A. (2015). *On the response of Italian wages to the unemployment rate*, manuscrito, Banca d'Italia.

Este artículo ha sido elaborado por Cristina Fernández y Pilar García, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

La actividad económica del área del euro mantuvo ritmos de avance muy moderados en el tramo central de 2014, y cobró mayor vigor al final del ejercicio y en los primeros meses de 2015, alentado por la caída de los precios del petróleo, la depreciación del tipo de cambio del euro y la profundización en el tono expansivo de la política monetaria. En este contexto, el año pasado se detuvo el deterioro en los mercados de trabajo del área que se había venido observando anteriormente y se abrió paso a una incipiente mejoría. Así, el empleo, según las encuestas de población activa (EPA) de los distintos países miembros, avanzó un 0,5 % en el promedio del ejercicio, mientras que la tasa de paro disminuyó cuatro décimas, hasta situarse en el 11,6 % en el cuarto trimestre. El número de desempleados disminuyó en 500.000, solo un 6,6 % de los casi 8 millones de puestos de trabajo que se destruyeron desde el comienzo de la Gran Recesión, lo que pone de relieve la magnitud del esfuerzo necesario aún para absorber este pesado legado de la crisis.

En este artículo se analiza la evolución del empleo, de la población activa y del desempleo en el área del euro durante el año 2014, prestando especial atención a la desagregación por países, grupos de edad, niveles de estudio y género, lo que permite detectar las características sociodemográficas de aquellos segmentos de la población donde estas variables han registrado un comportamiento diferencial. Para ello se utiliza la información que proporciona la Comisión Europea a partir de los datos de las EPA que elaboran trimestralmente los institutos nacionales de estadística de los países del área del euro.

El empleo

El empleo en el área del euro ha respondido con mayor rapidez e intensidad a la actual recuperación de la actividad económica que lo observado, en media, en el pasado, aunque sus ritmos de avance han sido, en todo caso, moderados. Así, tras los primeros avances intertrimestrales que comenzaron a observarse en el segundo semestre de 2013, el crecimiento del empleo se consolidó a lo largo de 2014, de manera que, en el conjunto del año, se generó 1 millón de empleos nuevos en el total de la UEM. Con todo, a finales del ejercicio el crecimiento interanual del empleo mantenía un ritmo modesto —del 0,8 %—, mientras que la tasa de ocupación avanzó hasta el 64,2 %, todavía por debajo de los niveles registrados antes de la crisis —en torno al 66 % (véase cuadro 1)—. Por su parte, las horas trabajadas mostraron, en promedio, un ritmo de avance similar al del empleo, con lo que el número de horas por trabajador continúa sin recuperar los niveles previos a la crisis (véase panel superior izquierdo del gráfico 1).

El crecimiento del empleo se sustentó en el aumento del número de asalariados, mientras que el empleo por cuenta propia volvió a retroceder, aunque a un ritmo menor que el registrado el año anterior, lastrado principalmente por su comportamiento en Italia y en Alemania. Por tipo de contrato y jornada, la creación de empleo se reflejó inicialmente en un incremento de la contratación temporal y a tiempo parcial, como cabría esperar en el comienzo de una recuperación como la actual, que hasta fechas recientes ha estado caracterizada por un elevado grado de incertidumbre. Estos desarrollos han propiciado que las horas trabajadas por asalariado no hayan registrado aún los avances esperados. Así, la tasa de temporalidad avanzó con respecto al año anterior, en promedio, dos décimas, hasta el 15,3 %, mientras que la tasa de parcialidad se situó en el 21,7 %, una décima superior a la media de 2013. No obstante, a finales de año la contribución del

EVOLUCIÓN DEL EMPLEO SEGÚN LA EPA-UE
Tasas de variación interanual

CUADRO 1

	2012	2013	2014	2012			2013				2014			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	
Ocupados	-0,8	-0,6	0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6	-0,3	0,2	0,4	0,6	0,8	
Por género														
Varones	-1,3	-1,0	0,3	-1,2	-1,3	-1,4	-1,0	-1,1	-0,6	-0,1	0,0	0,6	0,5	
Mujeres	-0,2	-0,2	0,7	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,1	0,1	0,6	0,8	0,6	1,0	
Por edad														
15-29 años	-3,9	-3,0	-0,7	-4,3	-4,5	-3,6	-3,4	-2,7	-2,2	-1,7	-0,9	-0,3	0,3	
30-49 años	-1,6	-1,5	-0,7	-1,4	-1,6	-1,7	-1,5	-1,6	-1,3	-0,9	-0,7	-0,6	-0,7	
50-64 años	3,1	2,7	3,4	3,4	3,0	2,5	2,7	2,7	3,0	3,5	3,3	3,3	3,6	
Por nivel educativo														
Estudios bajos	-2,6	-4,1	-4,3	-2,3	-2,9	-3,5	-3,9	-4,8	-4,2	-4,5	-4,5	-3,9	-4,4	
Estudios medios	-0,1	0,5	1,1	-0,3	0,0	0,4	0,5	0,4	0,6	0,7	1,3	1,2	1,1	
Estudios altos	3,2	2,8	2,0	3,2	3,1	2,8	2,9	3,2	2,4	2,7	1,7	1,4	2,1	
Por nacionalidad (a)														
Comunitarios	-0,8	-0,6	0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	-0,5	-0,1	0,3	0,4	0,5	0,7	
Extrancomunitarios	-1,0	-2,1	0,8	-0,1	-0,5	-1,3	-0,1	-3,2	-3,9	-2,0	0,4	2,2	2,5	
Por ramas de actividad														
Agricultura	-1,7	-1,6	-2,1	-2,1	-2,8	-3,4	-2,1	-0,3	-0,6	1,6	-2,0	-3,1	-4,6	
Industria	-2,0	-2,1	0,9	-1,8	-2,7	-2,3	-1,8	-3,0	-1,3	-0,1	0,6	1,5	1,7	
Construcción	-4,5	-4,5	-2,2	-4,2	-3,8	-4,8	-5,3	-4,2	-3,7	-3,1	-2,5	-1,9	-1,2	
Servicios	-0,1	0,2	0,8	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,7	0,7	0,8	1,0	
De mercado (b)	-0,2	0,7	0,8	0,0	0,0	0,5	0,6	0,8	1,0	0,4	0,5	0,9	1,2	
De no mercado (b)	0,1	-0,5	0,9	-0,1	-0,1	-0,8	-0,5	-0,3	-0,5	1,0	1,0	0,7	0,8	
ASALARIADOS	-0,7	-0,6	0,7	-0,8	-0,9	-0,7	-0,7	-0,6	-0,3	0,3	0,7	0,8	1,0	
Por duración del contrato														
Indefinidos	-0,1	-0,5	0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,4	0,0	0,4	0,7	0,7	
Temporales	-4,2	-0,7	1,9	-4,7	-5,5	-2,6	-1,6	0,9	0,3	1,7	2,3	1,2	2,4	
Por duración de la jornada														
Jornada completa	-1,5	-1,6	0,4	-1,5	-1,7	-1,9	-1,7	-1,6	-1,1	-0,1	0,2	0,6	0,8	
Jornada parcial	2,1	2,9	0,9	2,4	2,1	2,9	3,0	3,0	2,9	1,3	1,0	0,6	0,7	
AUTÓNOMOS	-0,5	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-1,8	-0,6	-0,9	-0,1	0,2	-1,6	-0,5	-0,3	
PRO MEMORIA: UEM														
Niveles, en %														
Tasa de empleo (de 16 a 64 años)	63,8	63,5	63,9	64,1	63,6	62,9	63,5	63,8	63,6	63,2	63,9	64,3	64,2	
Ratio de asalarización	84,8	84,9	85,1	84,9	85,0	84,9	84,8	84,9	85,0	84,9	85,1	85,1	85,1	
Ratio de temporalidad (c)	15,1	15,1	15,3	15,4	15,0	14,5	15,1	15,7	15,0	14,7	15,3	15,7	15,3	
Ratio de parcialidad (d)	20,9	21,6	21,7	20,6	21,1	21,7	21,7	21,3	21,7	21,9	21,8	21,3	21,7	

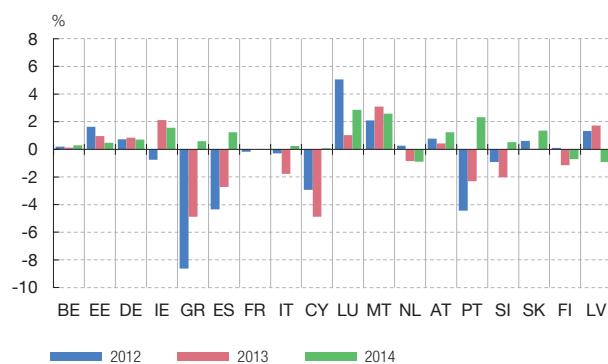
FUENTES: Eurostat y Banco de España.

- a Comunitarios: países pertenecientes a la Unión Europea (UE-28).
- b Los servicios de mercado comprenden las actividades de Comercio, Transporte y almacenamiento, Hostelería, Información y comunicaciones, Actividades financieras y de seguros, Actividades inmobiliarias, Actividades profesionales, científicas y técnicas, y Actividades administrativas y servicios auxiliares de mercado. Los servicios de no mercado comprenden el resto de servicios.
- c En porcentaje de asalariados.
- d En porcentaje de ocupados.

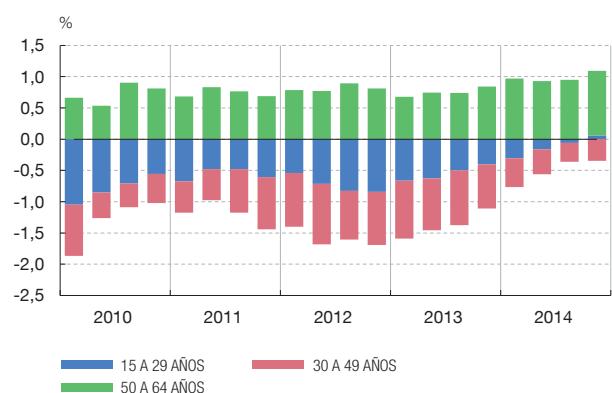
EMPLEO Y PIB
Tasas de variación interanual



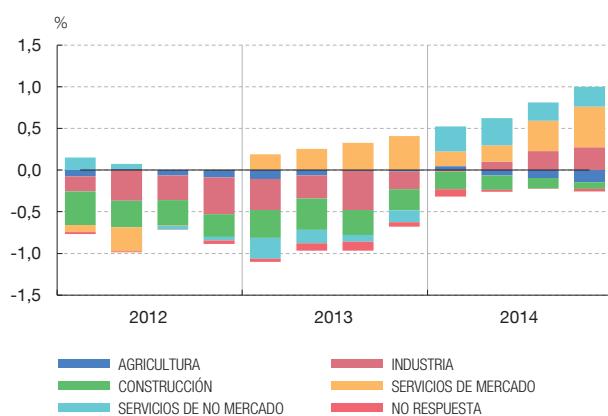
EMPLEO POR PAÍSES
Tasa de crecimiento interanual



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL EMPLEO: POR GRUPOS DE EDAD



CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL EMPLEO: POR SECTORES DE ACTIVIDAD



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

empleo indefinido y del empleo con jornada completa al crecimiento del empleo asalariado era ya superior al 60 %.

Por sectores económicos, los servicios de mercado continuaron generando empleo a ritmos similares a los del año anterior, a lo cual se añadieron la recuperación en los servicios de no mercado, tras los recortes de empleo público realizados en los años previos, y, más entrado el año, la reactivación del empleo industrial. Sin embargo, la agricultura y la construcción continuaron registrando destrucciones netas de empleo a finales de 2014. En concreto, el sector de la construcción acumula desde el tercer trimestre de 2008 una destrucción de casi 3 millones de puestos de trabajo, la mitad de la variación neta que registró el conjunto de la economía en ese mismo período.

La caracterización demográfica de estos primeros datos del proceso de creación de empleo revela que este se sustenta, en buena medida, en la población con mayores niveles de cualificación (es decir, aquella con estudios universitarios) y en las cohortes de mayor edad, segmentos que fueron también los que mostraron mayor resistencia durante la crisis, aunque en el caso de este último dicha resistencia respondió más a un retraso en la edad de jubilación que a una creación genuina de nuevos puestos. Pero a lo largo del año se observaron cambios destacables, ya que el empleo creció también entre la población con estudios medios y, a finales de año, aunque con menor vigor, en las cohortes más jóvenes, que sufrieron con mayor intensidad el impacto de la crisis (véase panel inferior izquierdo del

gráfico 1). En cambio, la destrucción de puestos de trabajo continúa siendo intensa entre los ocupados con estudios bajos ($-4,3\%$ en promedio anual) y, aunque en menor medida, en los trabajadores con edades medias, entre 30 y 49 años ($-0,7\%$). Por su parte, aunque la creación de empleo estuvo impulsada inicialmente por la contratación de mujeres, la aportación de la población masculina se intensificó notablemente en la segunda mitad del año.

Con respecto a la nacionalidad, el avance del empleo vino impulsado inicialmente por los trabajadores comunitarios, a los que se sumaron, a medida que avanzó el año, los trabajadores extracomunitarios, de tal forma que ambos grupos registraron, en promedio anual, tasas positivas del $0,5\%$ y del $0,8\%$, respectivamente.

Por países, el avance del empleo afectó no solo a aquellos —como Alemania, Austria y algunas economías de pequeña dimensión— que ya habían experimentado un comportamiento positivo en años anteriores, sino a la mayor parte de los miembros de la UEM, con la única excepción de Holanda, Finlandia y Lituania. En particular, destacó la intensidad con la que creció en el promedio de 2014 en Portugal ($2,3\%$), Irlanda ($1,5\%$) y España ($1,2\%$), países que, junto con Grecia, que también creó empleo neto en 2014, aunque a un ritmo más modesto ($0,6\%$), sufrieron un fuerte retroceso de esta variable durante la Gran Recesión. Por su parte, en Italia y en Francia permaneció prácticamente estabilizado, en consonancia con el estancamiento e incluso retroceso de la actividad económica que registraron ambos países hasta los meses finales del año y con la persistencia de debilidades estructurales en sus mercados de trabajo. En este sentido, en el recuadro 1 se describe la reforma laboral que recientemente ha aprobado el Gobierno italiano, ya que contiene elementos que pueden modificar con el paso del tiempo algunos aspectos del funcionamiento de su mercado laboral.

La población activa

La tasa de actividad continuó creciendo a lo largo de 2014, prolongando la trayectoria de los años recientes, hasta situarse en el último trimestre en el $72,6\%$ (véase cuadro 2). Dicho incremento, no obstante, se debió no tanto al crecimiento de la población activa, que fue nulo en promedio, como al retroceso de la población en edad de trabajar ($-0,2\%$), condicionado fundamentalmente por el continuado descenso de la población comunitaria, tanto por factores demográficos como por el saldo neto de los movimientos migratorios.

Por género, la tasa de actividad femenina continuó la tendencia creciente que mantuvo incluso en los peores años de la crisis, hasta situarse en el 67% a finales de 2014. Por su parte, la tasa de actividad masculina se mantuvo en promedio en el $78,1\%$, compensando los descensos del primer semestre con el repunte de la segunda mitad del año (véase panel derecho del gráfico 2).

Atendiendo al desglose por nacionalidad, a lo largo de 2014 continuó aumentando la divergencia en las tasas de actividad entre la población comunitaria y la extracomunitaria, alcanzando la primera, en el cuarto trimestre, un 73% , mientras que la segunda se redujo hasta el 67% . Así, la brecha entre ambas aumentó ocho décimas, hasta los 6 puntos porcentuales (pp).

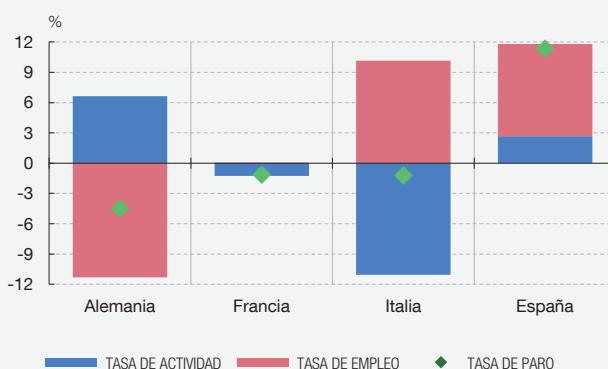
En función del grupo de edad, la tasa de actividad continuó incrementándose entre los mayores, situándose a finales del año en el $66,7\%$, influida por el retraso en la edad de jubilación y por la rebaja de las pensiones, factores que han propiciado que este colectivo prolongue su estancia en el mercado laboral. Sin embargo, la tasa de actividad de los más jóvenes volvió a retroceder en el conjunto del año, hasta el $55,2\%$, acumulando desde el inicio de la crisis una caída de más de 5 pp. Este retroceso refleja probablemente el regreso

La economía italiana ha venido experimentando un crecimiento muy lento de la productividad agregada del trabajo, que se ha traducido en un incremento de los costes relativos frente a otros países del área y, por tanto, en una pérdida de competitividad. En el gráfico 1 se aprecia cómo, desde que Italia se incorporó a la UEM, sus costes laborales unitarios han crecido por encima de los de la UEM. A diferencia de lo sucedido en otras economías que acumularon pérdidas de competitividad —como España—, esa brecha apenas se ha corregido durante los años de crisis, debido al deterioro continuado de la productividad aparente del trabajo, de 15 pp en relación con el promedio de la UEM desde el nacimiento de la moneda única. Cabe pensar que las dificultades para llevar a cabo el reajuste del trabajo desde los sectores menos productivos a los más productivos han obstaculizado la corrección de la brecha de competitividad vía costes de la economía italiana, a pesar de la contención que han registrado los salarios en los años recientes, en relación con algunos países europeos.

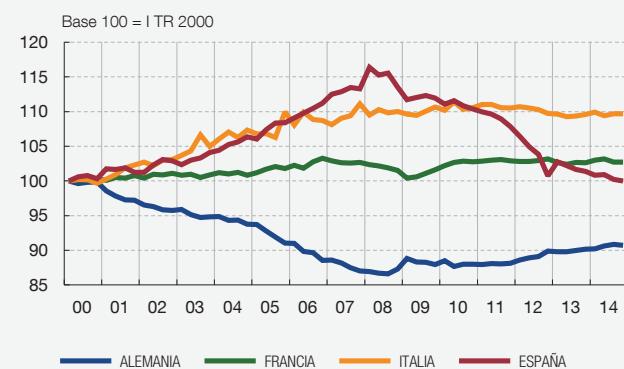
El mercado laboral italiano muestra tasas de desempleo relativamente elevadas y tasas de participación muy reducidas, que afectan especialmente a la población femenina y a los trabajadores de mayor edad. Así, en 2014 la tasa de paro italiana se situó en el 12,9 %, 1,2 pp por encima de la media del área del euro. En comparación con economías con mayores tasas de paro, como Grecia o España, las italianas reflejan no tanto una mayor tasa de ocupación —del 55,7 %, similar a la de los países citados—, sino una tasa de participación sustancialmente más reducida (un 63,9 % en 2014, frente a tasas superiores al 70 % en el caso de España). Adicionalmente, Italia presenta tasas de temporalidad altas —un 15 % de los contratos—, que afectan especialmente a los trabajadores con menores niveles de formación y a los jóvenes, y una elevada proporción de jóvenes de entre 15 y 29 años que no están ni trabajando ni estudiando (en torno al 25 %).

Desde la década de los noventa, Italia ha llevado a cabo diversas reformas de su mercado de trabajo, pero de carácter muy parcial.

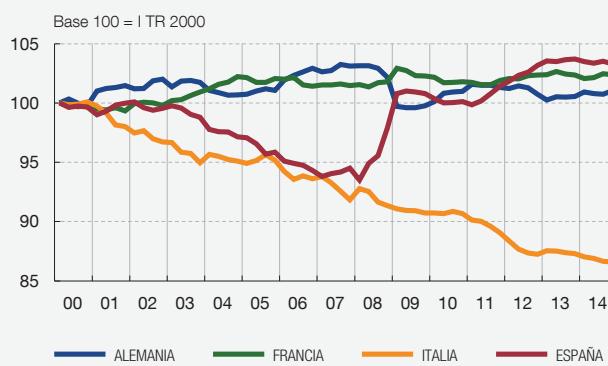
1 DIFERENCIAL DE TASA DE PARO FRENTA A LA UEM (PROMEDIO 2009-2013): CONTRIBUCIONES DEL DIFERENCIAL DE TASA DE ACTIVIDAD Y TASA DE EMPLEO (a)



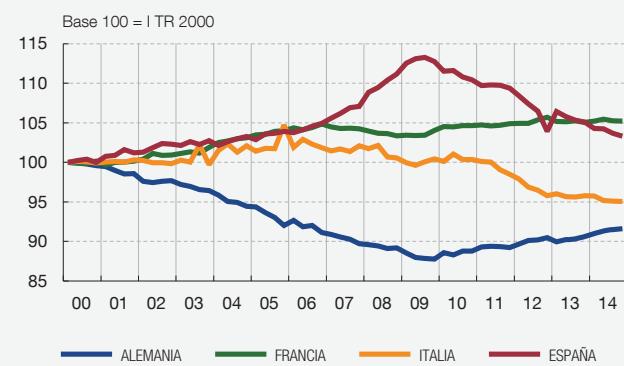
2 COSTES LABORALES UNITARIOS



3 PRODUCTIVIDAD



4 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a La relación entre las tres variables es: tasa de paro = 1 - tasa de empleo / tasa de actividad.

Inicialmente, el esfuerzo reformador¹ se orientó a facilitar la incorporación al mercado de trabajo de determinados segmentos de la población, creando distintas formas de contratos que provocaron un aumento de la dualidad. Más recientemente, la reforma Monti-Fornero de 2012 trató de modificar el artículo 18 del Estatuto de los Trabajadores, que se remonta a 1970, que obliga a la empresa a readmitir al trabajador si el despido es declarado improcedente. La reforma, que adolecía de excesiva timidez, apenas tuvo éxito en la práctica y las sentencias judiciales han seguido exigiendo la readmisión del trabajador en una proporción muy elevada de los despidos. Adicionalmente, en mayo de 2014 el Decreto Poletti eliminó la mayoría de las restricciones a la encadenación de contratos temporales, estableciendo el máximo en tres años.

La *Jobs Act*, aprobada en diciembre de 2014, y que está previsto que se desarrolle progresivamente a lo largo del primer semestre de 2015, es la reforma de mayor calado de las que se han adoptado hasta el momento. Su objetivo prioritario es la creación de un nuevo marco laboral basado en la coexistencia de un mayor grado de flexibilidad, que permita a las empresas adaptarse a las circunstancias económicas cambiantes, con un mayor nivel de protección social, que permita a los trabajadores que pierdan su empleo acceder a prestaciones relativamente generosas, aunque sujetas a un elevado grado de condicionalidad.

Con dicho objetivo, la nueva legislación, por una parte, modifica el artículo 18 del Estatuto de los Trabajadores para permitir a las empresas de más de 15 trabajadores efectuar despidos alegando razones de tipo económico, sin obligación de reintegrar al trabajador si el despido es declarado improcedente², al tiempo que introduce la posibilidad de que empleador y trabajador puedan acogerse al cobro de una indemnización fija establecida por el

Gobierno³ que evite la judicialización del despido (una fórmula similar a la que se introdujo en el Estatuto de los Trabajadores de 1980 en España). Para reequilibrar la protección del empleo entre las distintas figuras contractuales, se establece también un nuevo contrato indefinido, que tendrá una indemnización creciente en función de la antigüedad del trabajador⁴. Por otra parte, se mejora y amplía el sistema de prestaciones por desempleo, sujeto a estricta condicionalidad, y se crea una Agencia Nacional para el Empleo, orientada a reforzar las políticas activas de empleo. Además, se adoptan medidas para favorecer la conciliación familiar e impulsar la tasa de actividad femenina, que es la más baja de la eurozona. También se introduce un salario mínimo a escala nacional, que no existía en Italia, y que homogeneizará la referencia salarial para las empresas que no están cubiertas por convenio⁵.

La reforma es, sin duda, una de las más ambiciosas abordadas en el área del euro en años recientes. Su implementación íntegra en los próximos meses sería importante para dar credibilidad al impulso reformador que ha comprometido el Gobierno italiano. Con todo, el hecho de que muchas de las novedades de la nueva legislación solo se apliquen a los contratos nuevos reduce notablemente la efectividad a corto plazo de la reforma, en un momento en que resulta especialmente necesario afrontar una profunda reestructuración de la economía. Por otra parte, queda pendiente abordar una mayor descentralización de la negociación colectiva que dé prioridad al convenio de empresa sobre el sectorial, con el objetivo de facilitar la adaptación de los salarios a la evolución de la productividad.

3 Se prevé una mensualidad por año trabajado, con un mínimo de 2 mensualidades y un máximo de 18 mensualidades.

4 Durante los dos primeros años existirá un nivel mínimo de indemnización de 4 meses, y el máximo será 24 meses. El despido improcedente del resto de los contratos tiene asociada una indemnización de entre 12 y 24 mensualidades, dependiendo de la edad, antigüedad y tamaño de la empresa. Para las empresas de menos de 16 trabajadores la indemnización será de 1 mes por año trabajado, con un mínimo de 2 meses y un máximo de 6 meses.

5 Hasta el momento, las empresas que no están cubiertas por convenio se ven obligadas a seguir el salario pactado en el convenio sectorial, al ser la referencia que los jueces utilizan como salario digno (la sec. 36 de la Constitución italiana incluye el derecho del trabajador a percibir un sueldo digno para él y para su familia).

1 Véanse *Treu measures* (1997) y *Biagi reform* (2003).

2 Cabe recordar que en las empresas con menos de 16 trabajadores, que representan en torno al 50 % del empleo, nunca ha existido la obligación de readmitir al trabajador aunque el despido sea declarado improcedente, en cuyo caso la empresa tiene que pagar unas indemnizaciones que oscilan entre 2,5 y 6 mensualidades, dependiendo del tamaño de la empresa, y puede llegar hasta 10 mensualidades para antigüedades de más de 10 años.

a la formación o la ampliación de la etapa educativa de los más jóvenes, con el objetivo de aumentar su empleabilidad (véase panel izquierdo del gráfico 2). Por nivel de estudios, no se registraron cambios significativos en las tasas de participación en el promedio del año.

Por países, en el promedio de 2014 apenas hubo variaciones en las tasas de actividad, excepto en algunas economías de menor tamaño. Dominaron, en todo caso, los perfiles crecientes que se observaron a lo largo del año con carácter generalizado, excepto en Grecia, Austria y Letonia.

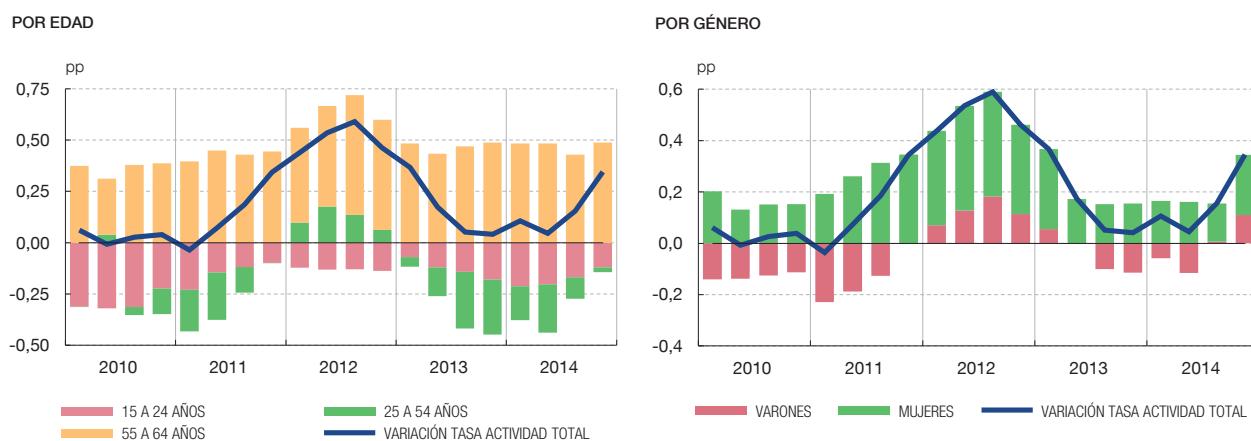
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE ACTIVIDAD SEGÚN LA EPA-UE

CUADRO 2

	2012	2013	2014	2012		2013				2014						
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR			
POBLACIÓN ACTIVA																
16-64 AÑOS.																
TASAS INTERANUALES	0,6	0,0	0,0	0,7	0,5	0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,3			
Comunitarios (a)	0,6	0,1	0,1	0,7	0,5	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3			
Extracomunitarios	1,1	-1,3	-1,9	1,3	1,0	0,7	0,5	-1,9	-4,4	-3,6	-2,6	-1,5	0,3			
POBLACIÓN TOTAL																
16-64 AÑOS.																
TASAS INTERANUALES	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2			
Comunitarios	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2			
Extracomunitarios	1,7	-0,3	-0,6	1,7	1,3	1,7	0,8	-1,4	-2,3	-2,6	-1,0	0,4	0,8			
TASA DE ACTIVIDAD	72,0	72,2	72,3	72,2	72,2	72,0	72,2	72,2	72,3	72,1	72,2	72,4	72,6			
Por género																
Varones	78,2	78,1	78,1	78,5	78,3	78,0	78,2	78,3	78,1	77,9	77,9	78,2	78,3			
Mujeres	65,9	66,3	66,6	65,9	66,2	66,1	66,2	66,2	66,5	66,4	66,5	66,6	67,0			
Por edades																
Entre 15 y 29 años	56,2	55,7	55,2	56,8	56,1	55,6	55,6	56,3	55,4	54,9	54,8	55,8	55,2			
Entre 30 y 49 años	87,0	86,9	86,9	86,8	87,2	87,0	87,1	86,6	87,0	86,9	87,0	86,6	87,1			
Entre 50 y 64 años	63,6	64,8	66,1	63,9	64,2	64,2	64,7	65,0	65,3	65,5	65,9	66,1	66,7			
Por nivel educativo																
Estudios bajos	64,9	64,8	64,8	64,9	65,2	64,8	64,9	64,8	64,8	64,6	64,8	64,7	65,0			
Estudios medios	77,8	77,8	77,9	77,9	77,9	77,7	77,8	77,8	77,9	77,7	77,8	77,9	78,0			
Estudios altos	87,4	87,4	87,4	87,3	87,5	87,6	87,5	87,1	87,4	87,5	87,4	87,0	87,7			
Por nacionalidad																
Comunitarios	72,2	72,4	72,7	72,4	72,4	72,3	72,4	72,5	72,6	72,4	72,5	72,7	73,0			
Extracomunitarios	68,7	68,1	67,1	68,9	68,8	68,1	68,3	68,4	67,4	67,3	67,0	67,1	67,0			
Por países																
Bélgica	66,9	67,5	67,7	67,4	67,5	67,0	67,5	68,3	67,4	67,4	67,5	67,9	68,0			
Estonia	74,8	75,1	75,2	75,5	74,2	75,1	75,6	74,8	74,9	74,0	75,4	76,2	75,4			
Alemania	77,2	77,6	77,7	77,5	77,5	77,4	77,6	77,8	77,8	77,5	77,5	78,0	77,9			
Irlanda	69,2	69,8	69,8	69,7	68,9	68,9	70,2	70,4	69,8	69,3	69,7	70,4	69,7			
Grecia	67,5	67,5	67,4	67,5	67,6	67,3	67,7	67,7	67,2	67,4	67,5	67,6	67,2			
España	74,3	74,3	74,2	74,5	74,2	74,3	74,2	74,4	74,3	73,9	74,2	74,1	74,5			
Francia	70,9	71,1	71,3	71,3	71,3	70,9	71,1	71,3	71,2	71,1	71,1	71,2	71,6			
Italia	63,5	63,4	63,9	63,0	63,9	63,6	63,3	62,7	63,8	63,9	63,7	63,6	64,7			
Chipre	73,5	73,6	74,3	73,7	73,7	73,7	72,9	74,0	73,8	73,6	73,8	74,8	75,0			
Luxemburgo	69,4	69,9	70,8	70,6	69,9	69,1	69,7	70,0	70,6	70,9	70,2	70,5	71,6			
Malta	63,1	65,0	66,3	64,0	63,1	63,7	64,9	65,7	65,7	65,7	66,4	67,5	65,5			
Holanda	79,3	79,7	79,3	79,4	79,5	79,4	79,7	79,9	79,7	79,2	79,2	79,3	79,6			
Austria	75,1	75,5	75,9	76,2	75,2	74,7	75,5	76,6	75,3	75,6	76,4	76,2	75,3			
Portugal	73,4	73,0	73,2	73,8	73,0	72,8	72,9	73,1	73,4	73,0	73,3	73,5	73,2			
Eslovenia	70,4	70,5	70,9	70,9	71,0	70,3	70,4	71,3	70,1	70,1	71,2	71,3	70,9			
Eslovaquia	69,4	69,9	70,3	69,6	69,4	70,0	69,7	69,9	69,8	70,1	70,0	70,4	70,6			
Finlandia	75,3	75,2	75,4	76,1	73,8	74,1	77,5	75,4	73,7	74,1	77,6	75,6	74,2			
Letonia	74,4	74,0	74,6	74,9	74,8	74,0	73,3	74,9	73,8	74,9	74,7	74,4	74,3			

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Comunitarios: países pertenecientes a la Unión Europea (UE-28).



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

El desempleo

El número de personas desempleadas, que había alcanzado su máximo cíclico en el primer trimestre de 2013, siguió reduciéndose en el transcurso de 2014, aunque de forma muy moderada, con lo que la tasa de paro se situó al final del año en el 11,6 %, cuatro décimas menos que la registrada en el cuarto trimestre del año anterior (véase cuadro 3). Queda, sin embargo, un largo camino por recorrer hasta absorber a los casi 8 millones de parados que se acumularon durante la crisis, de los cuales más de un 50 % se han convertido en parados de larga duración, al llevar en paro más de un año.

Prácticamente todos los colectivos y la mayoría de los países de la UEM se sumaron a la tendencia de reducción del desempleo, aunque con intensidades muy diferentes. Por género, el descenso de la tasa de paro fue similar entre varones y mujeres. El desempleo descendió también en todos los grupos de edad, si bien más intensamente entre los jóvenes, aunque la tasa de paro juvenil, que se situó en el 19,4 % en el promedio del año, sigue duplicando a la del grupo central de edades. La tasa de paro de la cohorte de mayor edad (entre 50 y 64 años) resulta notablemente inferior: un 8,4 % en el promedio de 2014. Sin embargo, está compuesta, en un 67 %, por parados de larga duración, cuya incorporación al empleo puede resultar especialmente compleja.

Por niveles educativos, el descenso de la tasa de paro en 2014 alcanzó incluso al grupo con menor nivel de estudios, pese a la destrucción de empleo neto que continuó registrando este colectivo a lo largo de todo el año. Detrás de este movimiento favorable se encuentra, por tanto, una reducción de la población activa, probablemente motivado por el abandono de la búsqueda activa de empleo de los jóvenes con escasa cualificación, con el objetivo de aumentar su formación y sus oportunidades de encontrar así empleo. Esta circunstancia, en conjunción con la mejora de las condiciones económicas, podría propiciar que se reduzca el colectivo de población de entre 15 y 29 años que no está trabajando, ni estudiando, ni realizando algún cuso de formación, que en 2013 llegó a representar en algunos países —como Grecia, España e Italia— más de un 25 % de la población de 15 a 29 años (véase panel derecho del gráfico 3). En estos países, la incidencia del paro de larga duración entre los jóvenes es también más elevada. Estos datos son indicativos de la importancia que puede tener una implementación efectiva de los esquemas de Garantía Juvenil, que tratan precisamente de combatir que los jóvenes con mayores deficiencias de formación se conviertan en parados de larga duración.

EVOLUCIÓN DEL DESEMPLEO SEGÚN EPA-UE

CUADRO 3

	2012	2013	2014	2012		2013				2014			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
DESEMPLEO.													
TASAS													
INTERANUALES	12,9	5,1	-3,2	13,9	12,3	10,2	6,7	3,2	0,4	-1,9	-4,1	-4,2	-2,8
TAZA DE PARO	11,5	12,1	11,7	11,3	11,9	12,6	12,0	11,6	12,0	12,4	11,5	11,2	11,6
Por género													
Varones	11,4	12,0	11,6	11,0	11,8	12,7	12,0	11,6	11,8	12,5	11,5	10,9	11,4
Mujeres	11,6	12,1	11,8	11,5	12,1	12,5	12,0	11,7	12,2	12,3	11,5	11,5	11,8
Por edades													
Entre 15 y 29 años	19,2	20,2	19,4	19,0	20,1	20,9	19,9	19,7	20,3	20,6	19,1	18,8	19,2
Entre 30 y 49 años	10,2	10,8	10,5	9,9	10,6	11,3	10,8	10,4	10,7	11,2	10,4	10,0	10,5
Entre 50 y 64 años	8,1	8,6	8,4	7,9	8,4	9,0	8,5	8,2	8,6	9,0	8,3	7,9	8,4
Por nivel educativo													
Estudios bajos	19,2	20,5	20,2	18,8	20,0	21,3	20,6	19,7	20,5	21,4	20,1	19,3	20,1
Estudios medios	9,6	10,1	9,8	9,2	10,0	10,7	10,0	9,6	10,1	10,6	9,7	9,1	9,9
Estudios altos	6,9	7,5	7,3	7,1	7,2	7,6	7,2	7,5	7,5	7,6	7,0	7,3	7,3
Por nacionalidad (a)													
Comunitarios	10,8	11,4	11,1	10,6	11,2	11,9	11,3	11,0	11,3	11,7	10,9	10,6	11,0
Extracomunitarios	23,5	24,1	22,1	22,3	23,9	25,9	23,9	23,2	23,6	24,7	21,5	20,3	21,9
Por países													
Bélgica	7,6	8,5	8,6	7,8	8,3	8,5	8,2	8,7	8,6	8,8	8,3	8,8	8,6
Estonia	10,3	8,9	7,5	9,7	9,3	10,2	8,3	8,1	8,8	8,7	7,2	7,8	6,5
Alemania	5,5	5,3	5,1	5,4	5,2	5,8	5,3	5,2	5,0	5,5	5,0	4,9	4,9
Irlanda	15,0	13,3	11,5	15,3	14,0	13,9	14,1	13,3	12,0	12,3	12,1	11,6	10,2
Grecia	24,7	27,7	26,7	25,2	26,5	27,8	27,5	27,4	28,0	28,0	26,8	25,7	26,3
España	24,9	26,2	24,6	24,9	25,9	27,1	26,2	25,8	25,8	26,1	24,6	23,8	23,8
Francia	9,9	9,9	9,9	9,7	10,5	10,5	9,7	9,4	10,1	10,3	9,4	9,4	10,5
Italia	10,8	12,3	12,9	9,9	11,7	12,9	12,2	11,4	12,8	13,7	12,4	11,9	13,5
Chipre	12,1	16,1	16,4	12,3	13,0	16,1	15,7	16,4	16,2	17,2	15,7	16,3	16,3
Luxemburgo	5,2	5,9	5,9	5,7	5,1	5,5	6,2	5,7	6,2	6,6	5,0	6,4	5,5
Malta	6,4	6,5	6,0	6,4	6,2	6,0	6,7	6,6	6,6	6,0	5,9	6,0	5,9
Holanda	5,3	6,7	6,9	5,2	5,6	6,5	6,7	6,8	6,9	7,5	7,0	6,4	6,5
Austria	4,9	5,4	5,4	5,1	4,9	5,8	5,1	5,4	5,4	5,4	4,7	5,7	5,6
Portugal	16,3	17,0	14,5	16,5	17,7	18,4	17,2	16,3	16,1	15,7	14,6	13,7	14,0
Eslovenia	9,0	10,3	9,9	9,3	9,7	11,3	10,5	9,6	9,8	11,0	9,5	9,4	9,7
Eslovaquia	A 14,01	14,3	13,2	A 13,73	14,5	14,6	14,1	14,1	14,3	14,1	13,2	12,9	12,7
Finlandia	7,8	8,3	8,8	7,2	7,2	8,9	9,3	7,3	7,9	9,2	9,8	7,7	8,6
Letonia	15,4	12,1	11,1	14,0	14,2	13,3	11,6	12,0	11,6	12,2	10,8	10,9	10,5
PARO DE LARGA DURACIÓN													
Incidencia (b)	46,2	49,6	52,4	46,6	47,7	47,3	49,2	50,2	51,6	51,2	53,1	52,8	52,4
Por género													
Varones	46,2	49,6	52,5	46,9	48,0	46,9	49,0	50,7	51,9	50,9	53,2	53,5	52,2
Mujeres	46,3	49,5	52,3	46,4	47,4	47,9	49,4	49,5	51,3	51,7	52,9	52,0	52,6
Por edades													
Entre 15 y 24 años	34,2	36,3	38,6	34,7	33,6	35,2	35,5	36,1	36,0	37,8	37,8	40,1	38,3
Entre 25 y 54 años	47,4	51,0	53,7	47,3	48,2	49,0	48,4	50,6	51,9	53,2	52,5	54,1	54,4
Entre 55 y 64 años	61,7	63,6	67,0	60,7	62,1	62,9	61,4	63,3	64,7	65,0	65,3	68,2	68,1

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

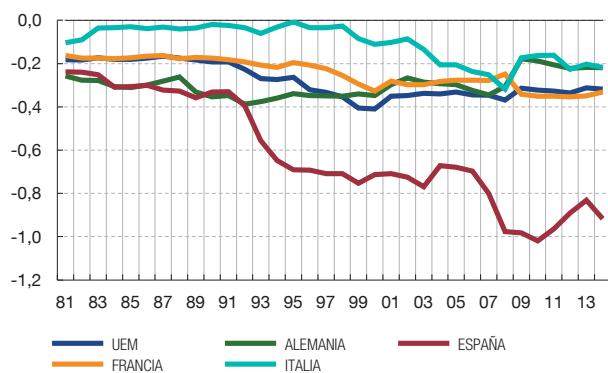
a Comunitarios: países pertenecientes a la Unión Europea (UE-28).

b Peso sobre el total de los parados de quienes llevan más de un año en esa situación.

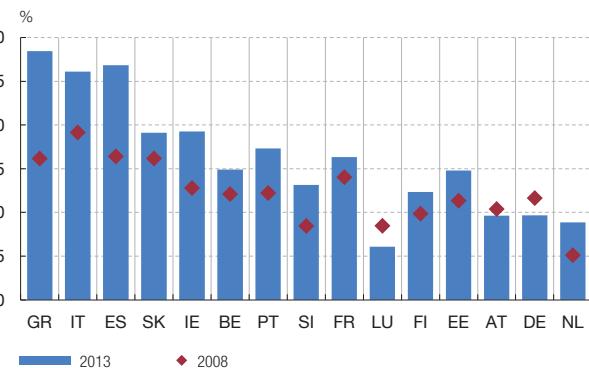
EVOLUCIÓN DEL DESEMPEÑO EN EL ÁREA DEL EURO

GRÁFICO 3

PAÍSES DE LA UEM: ECUACIÓN DE TASA DE PARO
(COEFICIENTE DE OKUN) ESTIMACIÓN CON VENTANAS DE 20 AÑOS



PORCENTAJE DE JÓVENES DE 15 A 24 AÑOS QUE NI ESTUDIAN NI TRABAJAN



FUENTES: Eurostat, OCDE y Banco de España.

Por países, las reducciones de las tasas de paro fueron también muy generalizadas, pero con diferencias notables en cuanto a su intensidad. Los mayores descensos se concentraron en países que, como España e Irlanda, tienen una mayor variabilidad cíclica del paro, aspecto que aparece reflejado en el alto coeficiente de Okun¹ que muestra el panel izquierdo del gráfico 3; pero que, además, han llevado a cabo distintas reformas en el mercado de trabajo y mantenido una moderación salarial. En Italia, en cambio, la tasa de paro aumentó. Para este país, el coeficiente de Okun estimado y, en consecuencia, la variabilidad cíclica de la tasa de paro son extremadamente reducidos, lo que sugiere la presencia de un componente estructural muy importante, que pretende ser aliviado mediante una reforma ambiciosa aprobada a principios de este año (véase recuadro 1).

Pese a la reducción casi generalizada de las tasas de desempleo, aún persisten grandes diferencias en los niveles observados en los distintos países. Así, mientras que Alemania y Austria mantenían unas tasas muy reducidas (de un 4,9 % y un 5,6 %, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2014), estas ascendían a niveles del 26,3 % en Grecia y del 23,8 % en España al final del año, lo que indica el extraordinario esfuerzo que tienen todavía que hacer ambos países para reabsorber el altísimo volumen de paro acumulado durante los años de crisis. Aunque con menor intensidad, prácticamente el resto de países de la zona del euro se enfrenta también a unos niveles de desempleo muy altos en términos históricos, aunque más cercanos a la tasa de paro del conjunto del área. En particular, destacan Portugal (14,5 %), Italia (12,9 %) e Irlanda (11,5 %).

Conclusiones

En 2014, el comportamiento de los mercados de trabajo en el área del euro fue más positivo que el observado en los años previos. Así, se registró el primer crecimiento neto del empleo en términos interanuales desde el comienzo de la crisis, creándose a lo largo del ejercicio 1 millón de empleos, que han contribuido a reducir el número de parados. La tasa de paro retrocedió cuatro décimas, hasta el 11,6 % registrado en el cuarto trimestre.

La creación neta de empleo tuvo su origen en el sector servicios (tanto de mercado como de no mercado) y en la industria, afectando tanto a mujeres como a hombres, principalmente

¹ El coeficiente de Okun recoge la sensibilidad de la tasa de paro al crecimiento del PIB. La estimación se ha realizado utilizando datos anuales para el período 1960-2014, introduciendo un retardo de la variable dependiente y recurriendo a ventanas de 20 años.

con estudios universitarios. No obstante, también se observó un aumento del empleo entre los colectivos de estudios medios y en las cohortes más jóvenes. Además, aunque inicialmente la creación de empleo se articuló a través de contratos temporales y empleos a tiempo parcial, el peso de la contratación indefinida y a tiempo completo aumentó a medida que avanzaba el año. En cambio, entre los ocupados con menor nivel educativo y aquellos con edades intermedias (entre 30 y 49 años) prosiguió la destrucción de empleo.

En todo caso, aunque el desempleo retrocedió de forma generalizada por grupos demográficos, el ritmo de reabsorción fue muy moderado. Mientras que durante los años de crisis se registró un incremento medio anual del número de desempleados del 9,5 %, el ritmo de reducción del desempleo solo alcanzó el 3,2 % en 2014. Aunque cabe esperar que este proceso cobre un mayor dinamismo conforme se consolide la recuperación económica, se necesitan avances más dinámicos para que el retorno a tasas de desempleo similares a las registradas antes de la crisis no se demore.

La persistencia de elevadas tasas de desempleo viene acompañada, además, de características preocupantes. El desempleo de larga duración continúa incrementándose en todos los colectivos, sin distinción de género o de edad, si bien resulta especialmente relevante entre los mayores, que encuentran serias dificultades para retornar al mercado laboral. También resulta destacable la elevada incidencia del desempleo entre los más jóvenes, que, en algunos casos, han podido optar por retornar al sistema educativo. En este mismo colectivo se aprecia, asimismo, un mayor desánimo, que se refleja en un incremento de la población que ni estudia ni participa en el mercado laboral. Por otra parte, desde la perspectiva de la población activa, los elevados niveles de desempleo podrían estar alentando la salida de emigrantes, circunstancia que podría agravar los efectos sobre el potencial de crecimiento que se derivan de las bajas tasas de natalidad y del paulatino envejecimiento de la población autóctona.

17.4.2015.

Introducción

En 2014, la actividad económica de América Latina registró una tasa de crecimiento del 1,3 %, la menor de la última década si se exceptúa el año 2009, cuando la crisis financiera global impactó con mayor intensidad en la región. Dicha evolución supuso la prolongación de una fase de bajo crecimiento de cuatro años de duración, cuyo inicio cabe atribuir principalmente a factores externos —como el fin del ciclo alcista de los precios de las materias primas o la pérdida de intensidad del impulso proporcionado por China—, pero en la que crecientemente han ganado peso los factores internos, sobre todo en las grandes economías de América del Sur. Así, durante 2014, la continuada caída de la relación real de intercambio —que se intensificó en la segunda mitad del año para los países exportadores de petróleo por el hundimiento del precio de este producto—, la debilidad de la demanda exterior (en particular, la de China) y el endurecimiento de las condiciones de financiación exterior estuvieron entre los determinantes clave de la atonía de la actividad en la región. Pero, además, hubo factores internos que contribuyeron al bajo crecimiento, como la caída de la inversión, en un entorno de deterioro de la confianza, o la aplicación de políticas macroeconómicas restrictivas, en algunos casos. En este contexto, en 2014 dos países (Brasil y Venezuela) experimentaron recesiones «técnicas» de distinta intensidad; otros dos (Chile y Perú) registraron una importante reducción del crecimiento, hasta tasas anuales del 1 %-2 %, muy inferiores al potencial, mientras que Colombia y México mostraron, en el conjunto del año, una mayor resistencia.

La inflación, por su parte, se ha mantenido en tasas relativamente elevadas en el promedio de los cinco países con regímenes de objetivos de inflación, en un entorno de depreciación de los tipos de cambio, en contraste con la evolución contenida de los precios de consumo en el contexto global. Cabe señalar, no obstante, diferencias importantes entre países. En Brasil, la inflación ha registrado un importante repunte al inicio de 2015 (hasta el 8,1 % interanual en marzo, debido en parte a las subidas de precios administrados), mientras que en Colombia, Chile, México y Perú la inflación interanual se sitúa en cotas más moderadas. Aparte quedan las situaciones de Argentina y Venezuela, con tasas de inflación en el entorno del 20 % y del 65 % (la más alta del mundo), respectivamente, consecuencia sobre todo de la financiación monetaria del déficit público.

La región afronta el nuevo entorno económico (el cambio de ciclo monetario en Estados Unidos, la desaceleración tendencial de China, los precios bajos de las materias primas) con algunas fortalezas, pero también con vulnerabilidades. Entre estas últimas, cabría destacar el deterioro de las balanzas corrientes en muchos países, como consecuencia de la caída de los términos de intercambio, sin que la depreciación de los tipos de cambio haya actuado de contrapeso por el momento, salvo en Chile. El margen de maniobra de las políticas monetarias y fiscales para hacer frente a un entorno exterior menos favorable y a la desaceleración de la demanda interna varía por países, pero se estima en general más reducido que en 2008-2009. Por otra parte, en la medida en que los *shocks* que afectan actualmente a la región sean de naturaleza más permanente o la brecha de producto esté cerrada, las políticas de expansión de la demanda no son apropiadas y la respuesta contracíclica de las políticas ha de ser más limitada. En todo caso, con la excepción de Brasil, las políticas monetarias son ya muy acomodaticias. La respuesta de las políticas fiscales está siendo más heterogénea, pues en algunos países es moderadamente contracíclica mientras que en otros es decididamente contractiva. Las principales fortalezas radican en los elevados volúmenes de reservas internacionales, el limitado endeudamiento



FUENTES: Fuentes nacionales y JP Morgan.

del sector público y la flexibilidad cambiaria (controlada). A pesar de ello, las perspectivas de corto plazo apuntan hacia un crecimiento bajo en el promedio de la región, lastrado por la ausencia de impulso externo y por la prolongación del tono recesivo en algunas grandes economías, que representan casi el 50 % del PIB de la región. Los tipos de cambio están funcionando como primer mecanismo de absorción de *shocks* (véase gráfico 1) y deberían facilitar el ajuste de los precios relativos y de la composición de la demanda. En cualquier caso, son necesarias reformas estructurales que impulsen de nuevo el crecimiento, basado en factores menos dependientes del exterior.

Entorno exterior

La evolución de la economía mundial durante la segunda mitad de 2014 y la parte transcurrida de este ejercicio ha estado condicionada por tres desarrollos principales, relacionados entre sí: la desaceleración de la economía china y el cambio en su patrón de crecimiento, la apreciación sostenida del dólar —impulsada por la divergencia en los ciclos de política monetaria de las principales economías avanzadas, con la zona del euro y Japón profundizando su expansión monetaria, mientras que en Estados Unidos se contemplan aumentos de los tipos de interés para este año— y el abrupto descenso de los precios del petróleo. En efecto, tras algunos años en los que el precio del crudo mostró una relativa estabilidad (en torno a los 110 dólares por barril de Brent), en el verano de 2014 comenzó un fuerte descenso de este precio, que culminó a mediados de enero de 2015, cuando se situó en niveles mínimos de alrededor de 45 dólares por barril de Brent. Posteriormente se recuperó hasta los 60 dólares por barril, estabilizándose algo por debajo de ese nivel desde mediados de febrero. Los precios de los alimentos y de los metales han mantenido una tendencia de ligero descenso en este mismo período.

Las principales economías avanzadas han mostrado un comportamiento relativamente favorable, apreciándose en los últimos meses una cierta reducción de las divergencias cíclicas entre ellas como resultado de la salida de Japón de la recesión técnica, la recuperación en la zona del euro y unos datos macroeconómicos algo por debajo de lo esperado en Estados Unidos —si bien las perspectivas de dinamismo de esta economía se mantienen para los próximos trimestres—. En general, el fortalecimiento en estas economías se ha apoyado en la recuperación del consumo privado, favorecido por unas condiciones monetarias y financieras favorables y por el aumento de la capacidad de compra de los hogares, asociado a la mejoría en los mercados laborales y a la menor inflación. Por el contrario, la inversión empresarial siguió mostrando cierta debilidad. Por su parte, la evolución de

la actividad en las distintas regiones emergentes presentó notables diferencias, reflejando, en parte, el impacto del descenso del precio del petróleo, según la dependencia que tienen las distintas economías de esta materia prima. En particular, las de Asia emergente registraron una evolución positiva, si bien en China prosiguió la suave desaceleración, que continúa discurriendo en paralelo al reequilibrio de la economía hacia un modelo más sostenible que otorga un mayor peso al consumo interno.

Con la excepción de algunas áreas emergentes, la inflación se mantuvo en tasas muy reducidas —negativas en algunos casos—, lo que permitió a numerosos bancos centrales, tanto de economías avanzadas como de emergentes, acentuar el tono expansivo en sus políticas monetarias, en contraste con la esperada normalización de los tipos de interés en Estados Unidos.

Las divergencias de política monetaria de los principales bancos centrales y la caída del precio del petróleo condicionaron el comportamiento de los mercados financieros internacionales. Hasta mediados de enero se apreciaron aumentos de volatilidad, impulsados por diversos factores: incertidumbre política en Grecia, riesgos vinculados al descenso del precio del petróleo (dudas sobre la resistencia de algunas economías exportadoras de crudo y riesgo de deflación en algunas economías desarrolladas) y tensiones geopolíticas, de modo destacado en Rusia. Posteriormente, desde finales de enero, el anuncio del programa de compras de activos del BCE y las medidas expansivas adoptadas por otros bancos centrales, y el rebote parcial y posterior estabilización del precio del crudo, mitigaron la aversión al riesgo por parte de los inversores. En todo caso, durante todo el período analizado, la divergencia de los ciclos de política monetaria de las principales economías avanzadas se ha reflejado en un aumento de la volatilidad en los mercados cambiarios mayor que la de otros segmentos. En este sentido, el dólar continuó apreciándose frente a las principales monedas. Por el contrario, las rentabilidades de la deuda a diez años no reflejaron las discrepancias entre economías con la misma intensidad, sino que descendieron de forma generalizada en la primera parte del período, en un movimiento de huida hacia la calidad, para posteriormente aumentar ligeramente.

Por su parte, los mercados financieros emergentes experimentaron desde comienzos de octubre de 2014 un marcado deterioro, asociado, fundamentalmente, al abrupto descenso del precio del petróleo, que afectó especialmente a los países exportadores de dicha materia prima. De este modo, para algunos países considerados vulnerables, como Rusia, el descenso de la bolsa y la ampliación del diferencial soberano fueron los más importantes desde la quiebra de Lehman Brothers, pero también se vieron muy afectados otros mercados que en episodios previos destacaban por la fortaleza de sus fundamentos, como los de México, Colombia o Malasia. Además, la apreciación del dólar restó atractivo a las operaciones de *carry trade* en los mercados emergentes y llevó a deshacer posiciones en aquellos con mayor liquidez, iniciando un período de salidas de capitales.

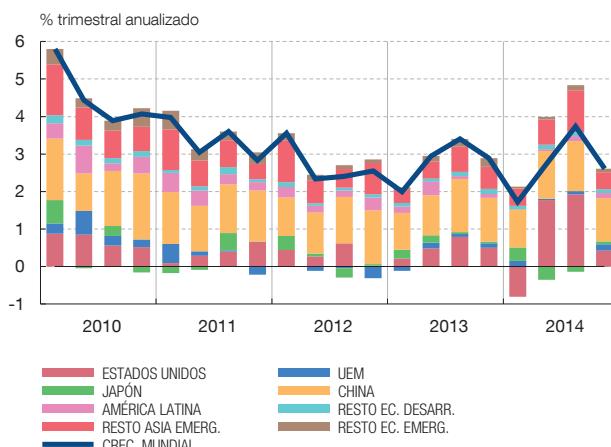
Mercados financieros latinoamericanos y financiación exterior

En este contexto, los mercados bursátiles latinoamericanos tuvieron un comportamiento más desfavorable que los del resto de emergentes (véase gráfico 2), en la medida en que las empresas ligadas a las materias primas tienen un mayor peso que en los índices de otras regiones. El índice de MSCI en dólares de América Latina cayó un 22,6 % entre octubre de 2014 y marzo de 2015, frente al descenso del 20,9 % de Europa del Este o al incremento del 4,6 % de Asia. Si se excluyen los sectores ligados a la minería o al petróleo, la caída del índice de América Latina es notablemente menor (véase gráfico 3). Medido en moneda local, cabe destacar el descenso de las bolsas en los países más afectados —comercial y fiscalmente— por la caída del precio del petróleo y de las materias primas en

INDICADORES MACROECONÓMICOS Y FINANCIEROS GLOBALES
Tasa trimestral anualizada, índices y puntos básicos

GRÁFICO 2

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



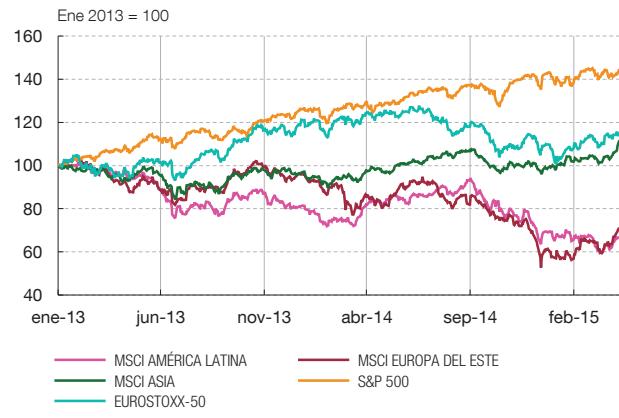
TIPOS DE INTERÉS



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



BOLSAS MUNDIALES (a)



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a Índices de bolsas en dólares.

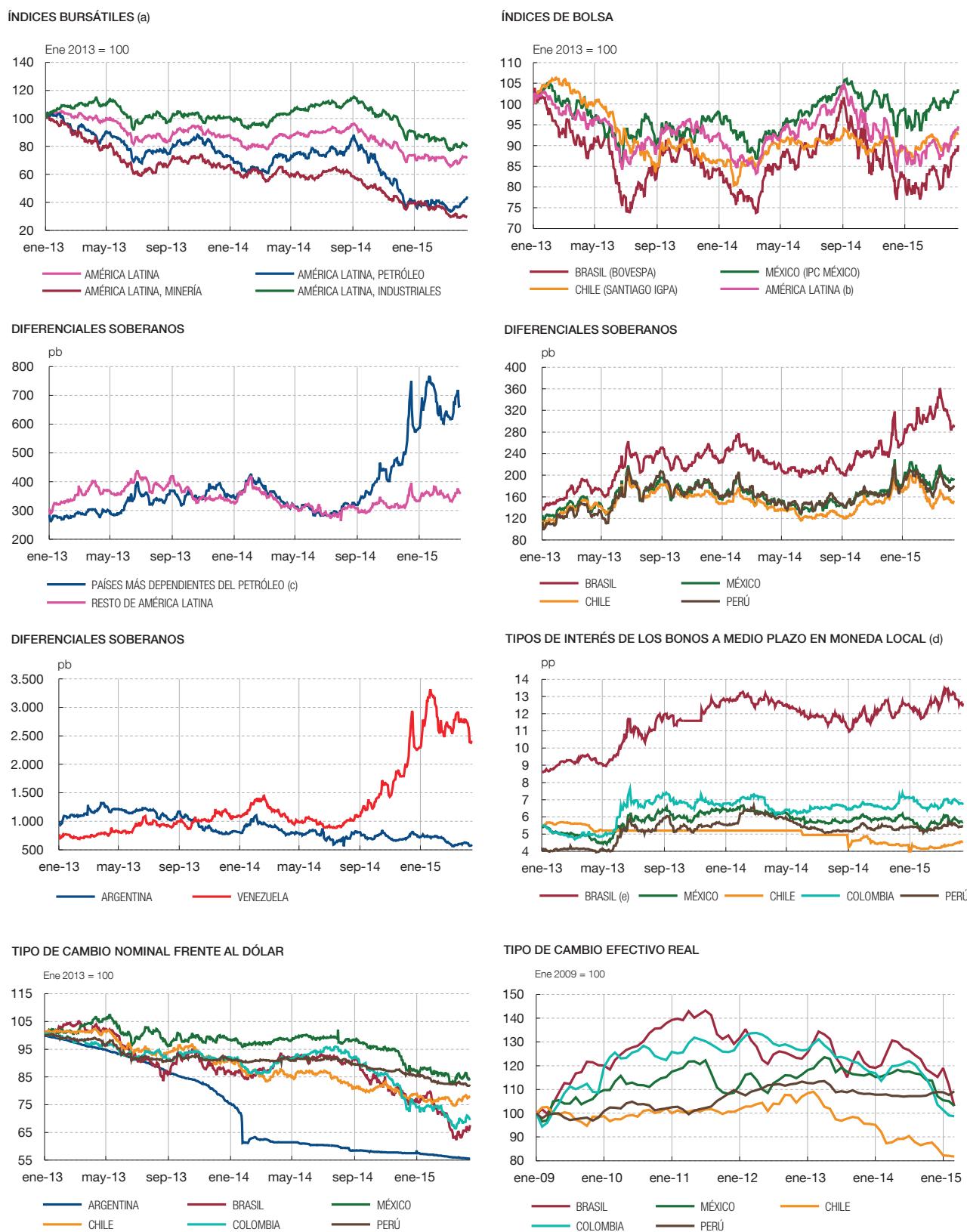
general (véase gráfico 3), como Colombia (donde cayó un 27 % entre octubre y marzo), Perú (con un descenso del 22 %) y México (con una caída de cerca del 10 % hasta finales de año, aunque se recuperó posteriormente, cuando el precio del petróleo alcanzó un suelo e inició un ligero rebote).

La caída registrada en el caso de Brasil (8 % en los meses examinados) está asociada en mayor medida a factores de carácter idiosincrásico, como la resolución del proceso electoral a finales de octubre, el anuncio de políticas monetarias y fiscales restrictivas en un contexto de acusada debilidad de la actividad, las dificultades para aprobar estas medidas de ajuste en el Congreso, y los problemas por los que atraviesa la petrolera estatal Petrobras, incluido un recorte de su calificación crediticia por debajo del grado de inversión.

En la misma línea, los diferenciales soberanos de los países latinoamericanos mantuvieron una tendencia ascendente desde octubre, con un incremento de casi 130 puntos básicos (pb) hasta finales de marzo, un comportamiento peor que el resto de las áreas emergentes (aumento de 100 pb en Europa del Este y estabilidad o ligero descenso en Asia) (véase gráfico 2). De nuevo, esta evolución vino determinada por los diferenciales soberanos de

INDICADORES FINANCIEROS
Índices, puntos básicos y puntos porcentuales

GRÁFICO 3



FUENTES: Datastream, JP Morgan, Bloomberg, Banco Central de Brasil y estadísticas nacionales.

- a Índices de bolsa en dólares.
- b Índice MSCI América Latina en moneda local.
- c Bolivia, Ecuador, Colombia, México, Venezuela.
- d Deuda pública en moneda local a diez años.
- e Swap de tipo de interés a cinco años.

los países exportadores de petróleo (véase gráfico 3), de modo que el diferencial soberano de la región, excluidos dichos países, aumentó cerca de 40 pb, frente a los más de 350 pb de subida de los países exportadores de crudo (80 pb si se excluye Venezuela). El diferencial de Argentina se mantuvo estable o con tendencia a la baja, ante la ausencia de noticias sobre el impago de la deuda externa desde el verano de 2014, mientras que el de Venezuela alcanzó máximos históricos a medida que el descenso del precio del petróleo laminaba la principal fortaleza del país (el superávit por cuenta corriente) y el nivel de reservas líquidas descendía por debajo de los pagos de deuda externa programados para 2015, lo que elevó la probabilidad otorgada a un impago de aquella. Los diferenciales soberanos de Chile y de Perú registraron incrementos moderados (17pb y 30 pb, respectivamente), dado que presentan niveles de vulnerabilidad relativamente bajos, mientras que en el caso de Brasil el diferencial aumentó en casi 100 pb por las razones idiosincrásicas antes descritas. Los tipos de interés de los bonos a largo plazo en los mercados locales no registraron, por el contrario, movimientos al alza significativos, y se mantuvieron, en general, en los niveles alcanzados tras la turbulencia de mayo de 2013.

En línea con el comportamiento de los diferenciales soberanos, también las primas de riesgo de crédito cotizadas en los CDS aumentaron en toda la región. En Venezuela, la prima de los CDS ascendió en casi 5.000 pb, de modo que desde comienzos de enero los mercados descuentan una probabilidad de impago del país del 100 %. Para Brasil y Perú, las primas serían compatibles con un *rating* soberano de BB–, dos escalones por debajo del *rating* medio de la región (BB+), y un deterioro de un escalón respecto a la situación de octubre de 2014. Además, los mercados cotizan implícitamente recortes del *rating* soberano en todos los países, especialmente en Brasil (tres escalones, que perdería el grado de inversión).

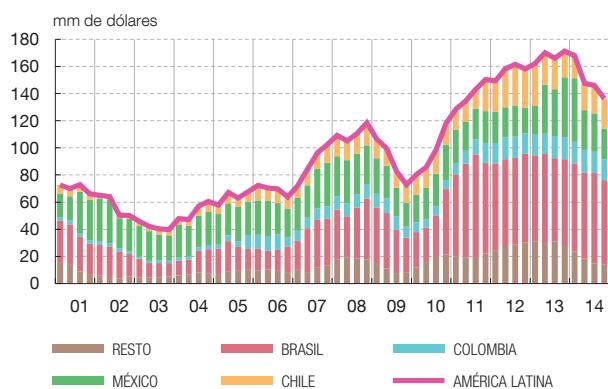
Los tipos de cambio mantuvieron una tendencia general a la depreciación frente al dólar entre octubre y marzo, más acusada en México (–12 %), Colombia (–23 %) y Brasil (–25 %, de modo que el real marcó un mínimo desde 2003 en su cotización frente al dólar, 3,3 reales por dólar) que en el resto de la región (véase gráfico 3). En la depreciación del peso mexicano y del real brasileño, además de los factores mencionados anteriormente, probablemente influyó el hecho de tener mercados financieros más líquidos y profundos y, por tanto, más susceptibles de registrar operaciones de coberturas de riesgo cambiario que mercados menos líquidos. La fuerte depreciación de estas monedas llevó a la reactivación del programa de intervenciones regladas en México, a renovar las intervenciones mediante swaps en Brasil (programa que fue finalmente interrumpido en marzo) y a no renovar el programa de compra de dólares en Colombia. En Venezuela se puso en funcionamiento un nuevo mercado cambiario en el que se puede comprar y vender libremente divisas, con un tipo de cambio un 96 % más depreciado que el tipo oficial y cercano al del tipo de cambio paralelo, pero con un volumen de transacciones muy reducido. Este comportamiento de los tipos de cambio nominales se ha trasladado, al menos en parte, a los tipos reales, revirtiendo, en algunos casos, la pérdida de competitividad acumulada desde 2009 (véase gráfico 3).

La información disponible sobre flujos de capital indica que durante 2014 se produjo una apreciable moderación de las entradas de capital en la región. Dicha evolución vino explicada por el descenso de la inversión directa, en principio el componente menos exigible de los flujos de financiación. Así, las entradas de inversión directa en el conjunto de América Latina se situaron en 140 mm (medidas en términos anualizados) en el cuarto trimestre de 2014, frente a los 175 mm de 2013 (véase gráfico 4). Esta caída, hasta niveles similares a

FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS Y FINANCIACIÓN
Miles de millones de dólares, puntos porcentuales y años

GRÁFICO 4

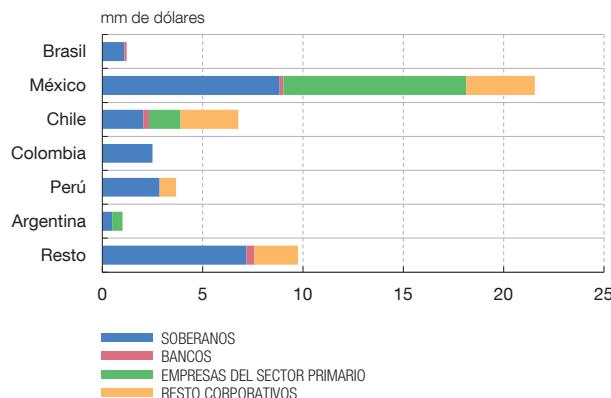
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



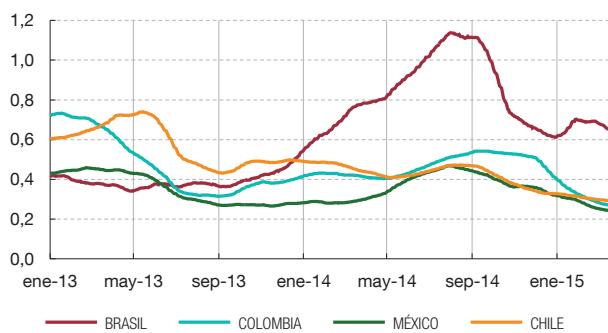
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



**EMISIÓNES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA:
DE OCTUBRE DE 2014 A MARZO DE 2015**



INDICADOR DE RENTABILIDAD DEL CARRY TRADE (a)



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

los de mediados de 2011, se deriva fundamentalmente del descenso de las entradas en México (21,6 mm menos que en 2013) y, en menor medida, en Brasil (6 mm menos). De este modo, la balanza básica (porcentaje del déficit corriente cubierto por la inversión directa) empeoró en casi todos los países, cayendo por debajo de 1 en Brasil, Colombia y Perú, lo que implica una mayor dependencia de la deuda para financiar unos crecientes desequilibrios externos. Sin embargo, las entradas en cartera aumentaron a lo largo del año en todos los países, especialmente en Colombia, México y Brasil —en los dos últimos casos, en instrumentos a más corto plazo—, aunque se moderaron hacia finales de año, en línea con la pérdida de atractivo de las operaciones de *carry trade* en algunos de estos mercados (véase gráfico 4).

Finalmente, entre octubre de 2014 y marzo de 2015 las emisiones de renta fija de la región descendieron sustancialmente respecto al semestre previo (hasta 47 mm de dólares, desde 61 mm), a consecuencia, fundamentalmente, de la fuerte caída de las colocaciones de Brasil, donde el sector corporativo emitió tan solo 1,1 mm de dólares, frente a los más de 27 mm del primer semestre de 2014. La ausencia del mercado de Petrobras, que había obtenido financiación por valor de 13,6 mm en los seis primeros meses del pasado año, explica en gran medida este descenso; de hecho, esta empresa ha anunciado un programa de venta de activos para financiar parte de sus operaciones. Por el contrario, en México las colocaciones pasaron de 15,6 mm en abril-septiembre de 2014 a 22,5 mm en

el semestre examinado, con el mayor protagonismo de la petrolera estatal (43 % del total emitido) y del Gobierno (39 % del total). Por el momento, las condiciones de estas emisiones no han variado sustancialmente y, de hecho, se observa una ligera caída de los tipos de interés en el primario y un alargamiento de los plazos, con la excepción de las colocaciones de Brasil, aunque, como se ha señalado, su volumen ha sido extraordinariamente bajo.

Actividad y demanda

Dentro de la tendencia general a la desaceleración, la heterogeneidad en las tasas de crecimiento y la diversidad en cuanto a las posiciones cíclicas son las características más destacables de la evolución de la actividad y la demanda en la última parte de 2014. En algunos países, como Brasil, la desaceleración probablemente no ha tocado fondo. En cambio, en otros, como Chile, se aprecian algunos indicios de estabilización e incluso de recuperación de la demanda. En México, por su parte, se ha seguido afianzando una recuperación basada en la demanda externa, si bien creció menos de lo esperado en 2014. Estas divergencias entre países se derivan, por un lado, del distinto dinamismo de sus principales socios comerciales (aumentando en Estados Unidos y disminuyendo en China) y, por otro, de las expectativas generadas en los agentes sobre la gestión de la política macroeconómica y el impulso a las reformas estructurales (que habrían sido positivas en México y más inciertas en el resto de los países). Además, el desplome del precio del petróleo desde octubre está incidiendo positivamente en las perspectivas de crecimiento de aquellos países que, como Chile, importan la mayor parte de la energía que consumen, pero muy negativamente sobre la actividad y la posición exterior y fiscal de algunos de los principales exportadores de crudo de la región (véase recuadro 1). En sentido positivo, la depreciación de los tipos de cambio permitiría, en la medida en que no se traslade a la inflación, una aportación mayor de la demanda externa al crecimiento a lo largo de 2015.

En concreto, el ritmo de variación de la actividad en la región registró una nueva reducción en 2014, dado que el PIB creció un 1,3 % en el conjunto del año, 1,3 puntos porcentuales (pp) menos que en 2013. Los datos del último semestre indican, en el promedio regional, una estabilización del crecimiento en tasas muy bajas, inferiores al 0,5 % trimestral (véase gráfico 5). Así, la tasa interanual de crecimiento del PIB de las seis principales economías (excluida Venezuela, por falta de publicación del dato del cuarto trimestre) pasó del 0,9 % interanual en el tercer trimestre al 1,1 % en el cuarto (véase cuadro 1). Estas reducidas tasas de crecimiento vienen explicadas, en gran medida, por la acusada debilidad de la economía brasileña, que registró una caída interanual del PIB del 0,6 % en el tercer trimestre (revisado a la baja sobre el dato inicial) y del 0,2 % en el cuarto. Venezuela, por su parte, registró una contracción de la actividad cercana al 3 % en el año, aunque con un perfil ascendente a lo largo de aquel. En el resto de la región se observaron tendencias dispares: México mostró algún mayor dinamismo (con crecimientos interanuales del 2,2 % y del 2,6 % en el tercer y cuarto trimestres), Colombia y Perú experimentaron cierta desaceleración adicional, y Chile, una incipiente recuperación en el último trimestre, si bien desde tasas de crecimiento muy bajas (véase gráfico 5).

Por componentes, en el promedio regional, la demanda interna aportó tan solo 0,4 pp al crecimiento interanual en el tercer trimestre, aunque ascendió a 0,9 pp en el cuarto (véase gráfico 6), mientras que la demanda externa mantuvo una aportación en torno a 0,2 pp en el cuarto, frente a los 0,5 pp del tercer trimestre. Esta menor contribución se derivó de una caída de las exportaciones (-1,8 % a escala regional), que se vio parcialmente compensada por la caída de las importaciones (-0,9 %). La divergencia entre el comportamiento de las exportaciones en Brasil, con una caída interanual del 10,7 % en el último trimestre, y

El precio del petróleo, que había mostrado una cierta estabilidad en los mercados internacionales hasta mediados de 2014, comenzó a caer en el mes de julio, desplomándose a partir de octubre. En concreto, el precio del barril de *West Texas Intermediate* (WTI) —referencia para los exportadores de crudo latinoamericanos— descendió desde los 90 dólares por barril en septiembre hasta los 44 dólares a mediados de enero de 2015, si bien ha retornado hasta superar los 55 dólares en las últimas fechas¹. El impacto en América Latina de esta perturbación está siendo muy heterogéneo por países, dado que algunas economías importan prácticamente todo el petróleo que consumen (como Chile o algunos países de Centroamérica), y en otras el petróleo es un producto de exportación (siendo, en el caso de Venezuela, casi el único bien exportado) y fuente de importantes ingresos fiscales. Para las primeras, la caída de los precios del petróleo supone un *shock* de oferta positivo que eleva el poder adquisitivo de los agentes y genera ganancias de competitividad, ya que aminora los costes de producción; además, al reducir los gastos en el exterior mejora su

saldo comercial. Para las segundas, en cambio, supone una reducción de los ingresos exteriores y, por tanto, un empeoramiento del saldo comercial, con implicaciones para la renta disponible y también para sus cuentas públicas.

Este recuadro analiza los efectos de la caída del precio del petróleo en tres de los principales países exportadores de crudo de la región: Colombia, México y Venezuela. Aunque en los tres casos el impacto es adverso, existen diferencias muy significativas entre ellos. En primer lugar, porque el canal de transmisión dominante es diferente: Colombia se ve afectada principalmente por el canal comercial, México por el impacto en los ingresos fiscales, y Venezuela por ambos (véase cuadro 1). En segundo lugar, porque durante los años del *boom* de las materias primas la reacción de la industria petrolera local y de la economía en su conjunto fue dispar: en Colombia, la actividad petrolera fue ganando importancia paulatinamente, de forma que el sector ha llegado a representar un 5 % del PIB; en cambio, en México, donde la economía está más diversificada, la industria del petróleo ha reducido sistemáticamente su peso, hasta alcanzar también un 5 % del PIB; por último, en Venezuela el sector petrolero es estratégico (11 % del PIB), pero la producción se ha estancado en los últimos seis años. En tercer lugar, porque la situación macroeconómica actual y, por tanto, el margen de respuesta de las políticas económicas son muy distintos.

¹ Niveles de 50 dólares por barril de *West Texas Intermediate* (WTI) suponen un descenso del 60 % respecto al máximo alcanzado en 2008. No obstante, debe tenerse en cuenta que cada país tiene su propio precio para el crudo que exporta, que dependerá de su calidad, costes de transporte, etc. Por ejemplo, la mezcla venezolana presenta un precio cerca de un 10 % inferior al WTI; sin embargo, su tasa de variación es muy similar a la del WTI.

1 PESO DEL SECTOR PETROLERO EN LA ECONOMÍA

País	Producción (mm bpd)	Precio medio de la mezcla IV TR 2014 (\$)	Porcentaje de exportaciones	Porcentaje de ingresos fiscales	Porcentaje del PIB
México	2,2	66,3	11	30	5
Colombia	1,0	62,9 (a)	53	20	5
Venezuela	2,4	64,5	96	47	11

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Precio de venta de crudo de Ecopetrol.

2 SITUACIÓN MACROECONÓMICA Y MARGEN DE LAS POLÍTICAS

País	Saldo fiscal, en % del PIB	Saldo por cuenta corriente, en % del PIB	Reservas, en % del PIB	Regla fiscal (año aplicación)	Fondo de Estabilización del Petróleo, en % del PIB
México	-3,2	-2,1	15	2014	0,3
Colombia	-2,4	-4,2	13	2014	0,2
Venezuela (a)	-14,9	+2,9	6	—	—

FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Estimado a partir de las cifras del Gobierno Central de 2011.

Un primer indicio de la magnitud de estos efectos se vislumbra en la revisión a la baja de los crecimientos esperados del PIB de estos tres países. De hecho, para Colombia se espera un avance de la actividad del 3,6 % para 2015, frente al 4,8 % de 2014; en Venezuela se anticipa una contracción del 7 %; y en el caso de México se han moderado muy apreciablemente las expectativas de impulso al crecimiento de medio plazo que indujo la reforma energética aprobada hace algunos meses.

En un análisis más detallado, el mayor efecto a través del canal comercial² se aprecia en Venezuela, donde una caída del precio del crudo del 10 % supondría una merma de exportaciones del 6 % y un recorte del superávit corriente del 0,5 % del PIB. De esta forma, la caída del precio del petróleo desde octubre tendría suficiente entidad como para haber eliminado el superávit por cuenta corriente que presentaba antes del shock (3 % del PIB), y que se consideraba la principal fortaleza del país; sin embargo, la intensa contracción experimentada por las importaciones, cuyo volumen se ha reducido en casi un 25 % en los dos últimos años, ha actuado de contrapeso. Por su parte, en Colombia el saldo de la balanza comercial ha experimentado un importante deterioro, de más de 2 pp del PIB, que ha llevado el déficit corriente hasta un máximo histórico de los 15 últimos años (-4,2 % del PIB). Por último, la importancia de este canal en México es más limitada, dado que una caída del 10 % del precio de la mezcla mexicana supone tan solo un merma del 0,9 % de las exportaciones. No obstante, el mayor riesgo asociado a la caída de precios del petróleo resultaría de una menor entrada potencial de inversión extranjera en el marco de la reforma energética puesta en marcha el año pasado, si bien se han introducido algunos cambios en la reforma (licitación de aguas someras en lugar de aguas profundas) que intentan aumentar el atractivo para los potenciales inversores.

El impacto de la caída del precio del petróleo sobre la posición fiscal de estos países depende no solo del cambio en el precio, sino también de la producción, del porcentaje que los ingresos por petróleo representen en los ingresos públicos totales (véase cuadro 2) y del tipo de cambio al que los ingresos de la exportación de crudo se transforman en moneda local³. De esta forma, la depreciación de las monedas de países exportadores frente al dólar

que suele acompañar la caída del precio del petróleo mitiga en parte la caída de ingresos petroleros cuando se contabilizan en moneda nacional. En este sentido, México y Colombia tienen tipos de cambio flexibles —aunque con reglas de intervención—, que se han depreciado un 15 % y un 25 %, respectivamente, desde comienzos del mes de octubre. El caso de Venezuela es más complejo, puesto que existe un sistema de tipos de cambio múltiples con un tipo de cambio oficial extremadamente sobrevalorado, utilizado, hasta hace pocos meses, para valorar los ingresos fiscales relacionados con el petróleo.

Teniendo todo esto en cuenta, en el caso de Colombia las estimaciones apuntan a que el descenso del precio registrado desde junio habría reducido los ingresos fiscales petroleros en al menos un 10%⁴ en 2014, y el Gobierno estima una reducción adicional del 60 % en 2015, lo que llevaría a una caída de los ingresos fiscales en el presente año del 10 %. En México, la misma caída del precio del barril desde junio ha reducido los ingresos fiscales petroleros en un 42 %, y los totales en un 13 % en 2014. En el caso de Venezuela, el impacto de la caída del precio del petróleo sobre la posición fiscal es mucho más complicado de estimar, por la falta de cifras oficiales⁵. En 2013, el año más reciente para el que se dispone de datos, los ingresos petroleros suponían el 46,6 % del total de ingresos del Gobierno Central. Estos ingresos petroleros, medidos en términos nominales y en moneda local, dependen, como se ha señalado anteriormente, de la producción de crudo y de su precio internacional, y del tipo de cambio al que se realice la conversión de los ingresos de PDVSA a moneda nacional. Si se estima con una regresión muy sencilla el efecto de estas tres variables, se obtiene que la caída del precio del crudo desde junio habría generado una reducción de los ingresos petroleros que podría alcanzar el 45 %, lo que llevaría a un descenso de los ingresos totales del 21 % en 2014.

La traslación de esta caída de los ingresos al déficit público no es inmediata, dado que depende, en los dos primeros casos, de las reglas fiscales aprobadas o modificadas recientemente, y de diversos mecanismos establecidos para aislar al sector público de los vaivenes del precio del crudo. En efecto, en Colombia y México se introdujeron sendos mecanismos en 2011 y en 2013, respectivamente —aunque ambos entraron en vigor en 2014—, que contemplan la acumulación de los ingresos petroleros en un fondo de riqueza soberano según determinadas reglas, relacionadas esencialmente con el precio del petróleo esperado de largo plazo y el

2 En el canal comercial solo se consideran los efectos precio, ya que a corto plazo el petróleo es difícilmente sustituible por otros productos.

3 En el caso de Venezuela debe tenerse en cuenta, además, que el país tiene firmados varios acuerdos de asociación con países centroamericanos y del Caribe, y con China, que contemplan precios inferiores a los de mercado. Cabe recordar, finalmente, que otro factor relevante sería la estructura de mercado de explotación de la materia prima de cada país, y así se observan, desde monopolios estatales que transfieren dividendos al Tesoro —México— o una explotación con reglas estrictas para asegurar la mayoría de los ingresos a la petrolera estatal —Venezuela—, hasta mercados más abiertos con inversión estatal que aporta dividendos al Estado y extranjera que paga determinadas regalías por operar en el país.

4 Esta cantidad incluye solo la retención en la fuente del valor de las exportaciones petroleras, a falta de las cifras de dividendos de Ecopetrol y el resto de impuestos sobre el sector del petróleo.

5 La incertidumbre acerca de las cifras fiscales en Venezuela es muy elevada, dado que el Ministerio de Finanzas no publica datos para el conjunto del sector público más allá de 2011, ni para el Gobierno Central después de 2013, cuando buena parte del gasto público se ha llevado a cabo, en los últimos años, por la petrolera estatal PDVSA y el conjunto de fondos de inversión que existen en el país. Por ello, las cifras presentadas en este recuadro deben tomarse con mucha cautela.

producto potencial⁶. El escaso período de vigencia de ambos sistemas ha limitado su capacidad de atenuar las fluctuaciones en los ingresos públicos asociadas a la reciente caída del precio del crudo. Así, los fondos soberanos en ambos países han acumulado una cantidad relativamente pequeña (apenas un 0,2 %-0,3 % del PIB), si bien las cláusulas de excepción permiten que, en situaciones de debilidad cíclica, la regla no dé lugar a una política fiscal

contractiva, que agravaría aún más la debilidad. En México, además, se ha seguido desde hace unos años una política activa para aislar en la medida de lo posible las cuentas fiscales de los cambios en el precio del crudo, mediante la contratación de una cobertura en los mercados de futuros. En el caso de Venezuela, la traslación al déficit es complicada, porque se dispone solo de datos del Gobierno Central, al que habría que sumar el efecto sobre el resto de niveles de la administración pública cuyos ingresos dependen en mayor o menor medida del petróleo, como PDVSA y los diversos fondos de inversión. En todo caso, la caída del precio repercute sobre una situación fiscal ya muy débil, que el FMI cifra en un déficit para el conjunto de las Administraciones Públicas del 15 % del PIB, y sin mecanismos de ahorro previos.

6 Para mayor detalle sobre la regla colombiana, véase J. C. Berganza (2012), *Fiscal rules in Latin America: a survey*, Documentos Ocasionales, n.º 1208, Banco de España; y sobre la regla mexicana, el recuadro sobre las reformas estructurales en México del informe semestral de economías latinoamericanas de octubre de 2014.

México, con un aumento de las ventas al exterior superior al 10 % interanual en esos tres meses, revelan, entre otras cosas, las diferentes perspectivas de crecimiento en sus principales socios comerciales, al alza en el caso de Estados Unidos y a la baja en China. En sentido negativo, Colombia registró un retroceso del 2 % en sus exportaciones en el cuarto trimestre, afectada por el desplome del precio de su principal rúbrica de exportación.

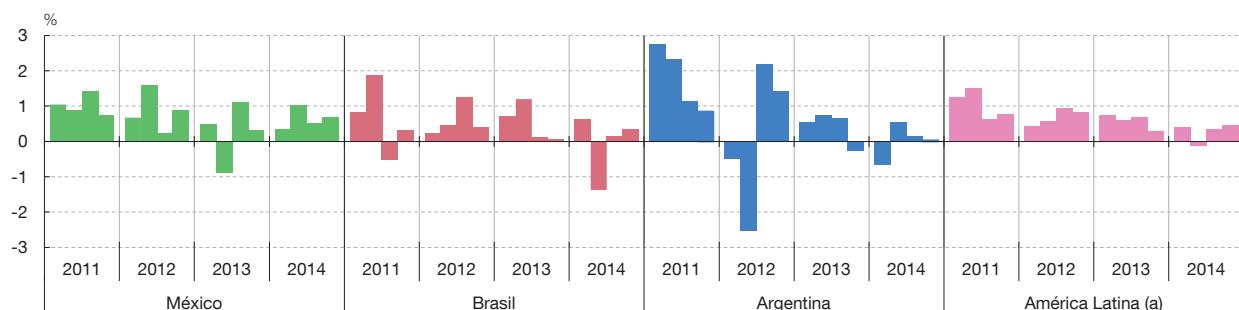
La formación bruta de capital fijo contribuyó negativamente al crecimiento, si bien en el tercer y cuarto trimestres mostró una cierta recuperación. No obstante, en este componente se observaron crecientes diferencias por países. Por un lado, en México la tasa de crecimiento repuntó significativamente, gracias a su componente privado (9,9 % interanual en el último trimestre del año), lo que posiblemente cabe asociar en parte a las reformas estructurales y al dinamismo de la demanda externa de Estados Unidos. En Chile, donde se diluyó la incertidumbre derivada de la aprobación de la reforma fiscal, el ajuste del ciclo inversor de los dos últimos años parece estar finalizando, y la inversión pasó de caer a tasas superiores al 12 % a aumentar un 0,5 % interanual en el cuarto trimestre. En Colombia, la inversión se desaceleró moderadamente en el último trimestre, como consecuencia del ajuste del sector de la construcción y las infraestructuras, y no tanto del sector petrolero, pero aun así siguió siendo el componente de mayor crecimiento de la demanda. En cambio, en Brasil la inversión registró un fuerte retroceso en el segundo semestre (-6,1 % en media), en un contexto de caída de los indicadores de confianza empresarial, que no consiguió revertirse tras las elecciones. Tanto el anuncio de un ajuste procíclico de las políticas económicas como el incierto alcance de factores como los escándalos de corrupción en la petrolera estatal Petrobras estarían también detrás de esta evolución. En Argentina y Venezuela las restricciones a la importación se tradujeron, igualmente, en fuertes caídas de la inversión, en maquinaria y equipo en el primer caso, y en la construcción en el segundo.

La evolución del consumo privado a lo largo del semestre fue, en cambio, algo más homogénea entre países. En el promedio de América Latina, el consumo privado siguió desacelerándose, registrando una tasa de crecimiento cercana al 1,5 % en el conjunto de 2014 (frente al 3 % en 2013), aunque mostrando cierta recuperación en los últimos tres meses

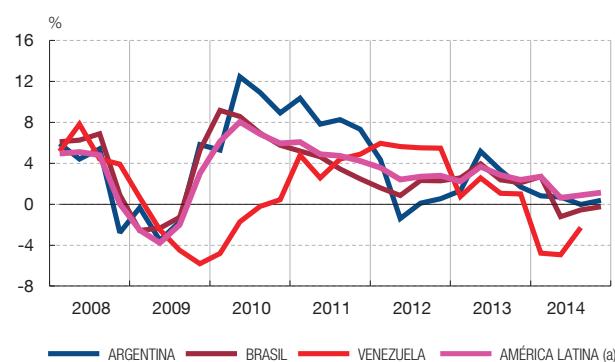
PIB LATINOAMERICANO
Tasas de variación trimestrales e interanuales

GRÁFICO 5

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a América Latina-6, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

de 2014 (1,8 %, frente al 1,2 % previo). Tanto en Brasil como en Chile, Argentina y Venezuela se registraron tasas de crecimiento bajas, o incluso negativas, en la segunda mitad del año, mientras que en Colombia y Perú el consumo siguió dando muestras de solidez. En México, el consumo se recuperó hacia finales de año, anotando una tasa del 2,7 % interanual. La situación general de la mayor parte de los mercados laborales siguió siendo de fortaleza, como muestran tasas de paro cercanas a los mínimos históricos (5,4 % de la población activa en el promedio regional a finales de 2014). Sin embargo, la creación de empleo ofreció en general indicios de debilidad, y se redujo, en línea con trimestres previos, hasta tasas por debajo del 1 % (véase gráfico 7). En algunos países, como Brasil, se destruyó empleo a lo largo del semestre. En México, en cambio, la creación de empleo en el sector formal se fortaleció considerablemente, y en paralelo se redujo el empleo informal. Los salarios reales constituyeron un soporte del consumo, dado que crecieron en la mayoría de los países; en algunos casos (como Brasil), las transferencias por desempleo y los subsidios a familias de bajos ingresos también aumentaron significativamente; por su parte, el crédito al sector privado se desaceleró (en Brasil, en los sectores más ligados al consumo privado, como las tarjetas de crédito) (véase gráfico 7). Cabe destacar, por último, que el consumo público dio cierto soporte al crecimiento en Brasil y Chile, así como en los países más vulnerables (véase gráfico 6).

El superávit de la balanza comercial de la región disminuyó en dos décimas del PIB hasta el tercer trimestre de 2014 (véase gráfico 8), debido al menor superávit de Venezuela;

	2013	2014	2013				2014				2015
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	
PIB (tasa interanual)											
América Latina-6 (a)	2,7	1,3	2,2	3,7	2,9	2,4	2,7	0,6	0,9	1,1	
Argentina	2,9	0,5	1,3	5,2	3,3	1,7	0,8	0,7	0,0	0,4	
Brasil	2,7	0,1	2,6	3,9	2,4	2,1	2,7	-1,2	-0,6	-0,2	
México	1,4	2,1	1,0	1,8	1,6	1,1	2,0	1,6	2,2	2,6	
Chile	4,2	1,9	5,4	4,0	4,8	2,8	2,7	2,1	1,0	1,8	
Colombia (b)	4,9	4,6	2,8	4,7	6,1	6,1	6,4	4,3	4,2	3,5	
Venezuela	1,3		0,8	2,6	1,1	1,0	-4,8	-5,0	-2,3		
Perú	5,8	2,4	4,4	6,2	5,2	7,2	5,0	1,8	1,8	1,1	
IPC (tasa interanual)											
América Latina-5 (a)	4,6	5,0	4,5	4,9	4,4	4,4	4,7	4,9	5,1	5,2	5,7
Argentina (c)	10,6	22,6	10,8	10,4	10,5	10,7	6,9	13,5	18,2	22,6	—
Brasil	6,2	6,3	6,4	6,6	6,1	5,8	5,8	6,4	6,6	6,5	8,1
México	3,8	4,0	3,7	4,5	3,4	3,7	4,2	3,6	4,1	4,2	3,1
Chile	2,1	4,4	1,7	1,9	2,3	2,5	3,2	4,5	4,7	5,3	4,2
Colombia	2,0	2,9	1,9	2,1	2,3	1,8	2,3	2,8	2,9	3,5	4,6
Venezuela	38,5	57,3	22,6	33,0	43,4	52,9	53,3	55,6	57,5	61,3	—
Perú	2,8	3,2	2,6	2,5	3,1	3,0	3,4	3,5	2,9	3,2	3,0
Saldo presupuestario (% del PIB) (d)											
América Latina-6 (a)	-2,4	-4,0	-2,1	-2,2	-2,5	-2,4	-2,6	-3,0	-3,6	-4,2	
Argentina	-1,9	-2,5	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-2,0	-2,0	-2,1	-2,3	
Brasil	-3,3	-6,7	-2,8	-2,8	-3,3	-3,3	-3,2	-3,7	-4,9	-6,7	
México	-2,3	-3,2	-2,0	-2,2	-2,8	-2,3	-2,8	-3,2	-3,4	-3,1	
Chile	-0,7	-1,5	0,2	-0,7	-0,5	-0,7	-1,0	-0,8	-1,1	-1,2	
Colombia	-2,2	-2,6	-1,4	-2,5	-2,7	-2,2	-2,7	-3,6	-3,4	-2,6	
Venezuela	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	0,5	-0,4	1,2	0,7	0,5	0,5	0,4	0,0	0,1	-0,4	
Deuda pública (% del PIB)											
América Latina-6 (a)	40,1		41,4	40,1	40,2	38,6	41,3		41,8		
Argentina	32,6		32,1	31,7	32,5	33,2	37,9		36,1		
Brasil	56,7	63,5	59,4	59,0	58,2	56,7	57,5	59,0	61,9	63,5	
México	31,1	33,4	29,3	29,7	30,3	29,9	31,8	32,0	32,9	32,0	
Chile	12,8	15,1	11,5	12,1	12,6	12,8	12,8	13,5	13,7	15,1	
Colombia	34,6	37,7	33,0	33,3	34,9	34,6	35,9	35,0	35,6	37,7	
Venezuela	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	19,0	19,4	19,5	18,5	17,7	19,0	17,8	18,2	18,4	19,4	
Balanza cuenta corriente (% del PIB) (d)											
América Latina-7	-2,5		-2,1	-2,3	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,6		
Argentina	-0,8	-1,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-1,2	-1,1	-0,9	-0,9	
Brasil	-3,4	-3,9	-2,8	-3,0	-3,4	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-3,9	
México	-2,4	-2,1	-1,6	-2,0	-2,3	-2,3	-2,6	-2,5	-2,3	-2,1	
Chile	-3,7	-1,2	-4,2	-4,2	-3,8	-3,7	-3,2	-2,7	-1,8	-1,2	
Colombia	-3,2	-5,2	-3,5	-3,2	-3,2	-3,2	-3,5	-4,0	-4,3	-5,2	
Venezuela	2,3	—	1,4	0,9	1,2	1,5	2,8	2,9	2,2	—	
Perú	-4,4	-4,1	-3,6	-3,9	-4,3	-4,4	-4,2	-4,4	-3,8	-4,1	
Deuda externa (% del PIB)											
América Latina-7	22,6		20,0	19,6	19,8	20,4	23,5	24,0	24,2		
Argentina	22,6	25,8	23,0	21,7	22,9	21,8	28,6	26,6	26,6	25,8	
Brasil	13,8	14,8	14,6	14,1	13,7	13,8	13,6	14,3	14,2	14,8	
México	20,1	21,8	19,1	18,7	19,3	20,6	20,8	21,1	21,0	21,8	
Chile	47,3	56,8	43,5	42,9	44,4	47,2	48,7	50,4	52,3	56,8	
Colombia	24,2	26,8	21,5	22,0	23,7	24,2	25,0	25,6	26,1	26,8	
Venezuela	56,1		43,4	46,1	49,6	56,1	58,1	59,2	61,7		
Perú	29,2	31,7	30,5	29,6	29,3	29,3	30,1	30,5	31,1	31,7	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a América Latina-6: Todos los países representados, excepto Venezuela; América Latina-5: todos los países representados, excepto Argentina y Venezuela.

b Ajustado de estacionalidad.

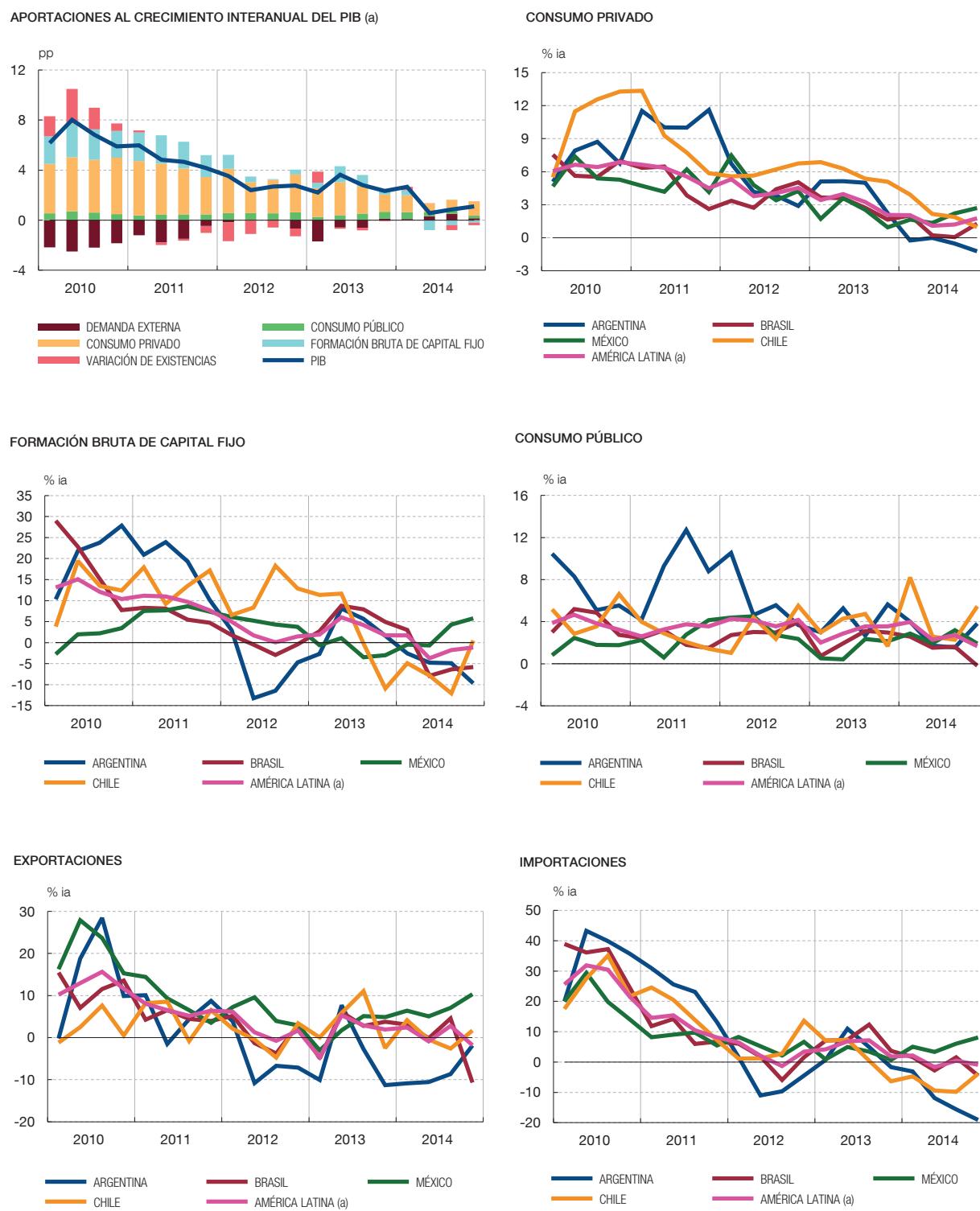
c Para 2014 la inflación se calcula como el acumulado desde diciembre de 2013.

d Media móvil de cuatro trimestres.

excluido este país, el saldo se mantuvo prácticamente en equilibrio hasta el tercer trimestre (+0,1 % del PIB), y en los tres últimos meses de 2014 y los primeros de 2015, sin embargo, la balanza habría pasado a mostrar un déficit, dada la evolución de las exportaciones nominales, que cayeron, en el agregado regional, cerca de un 10 % interanual (véase

COMPOSICIÓN DEL PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA
Tasa interanual y puntos porcentuales

GRÁFICO 6



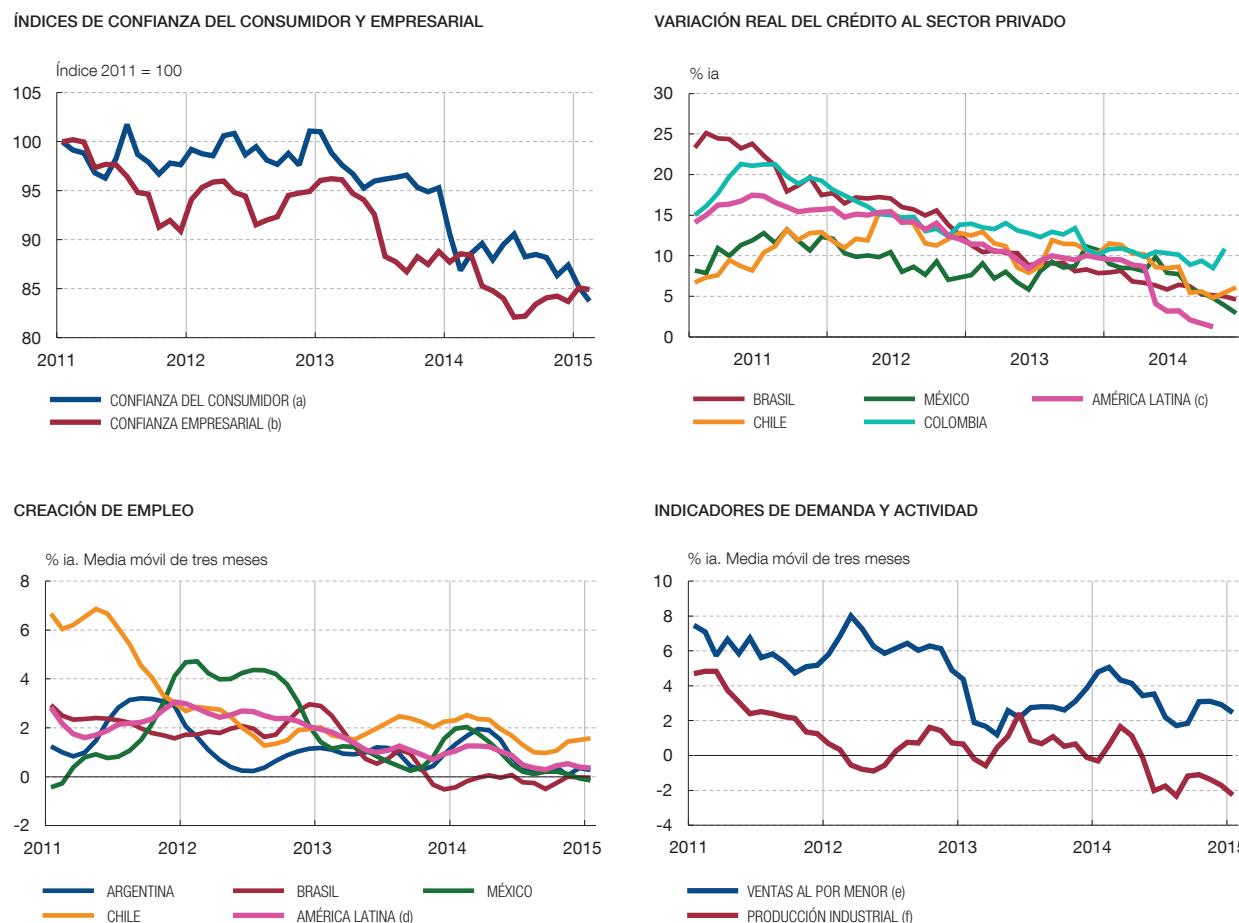
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a América Latina-6, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

gráfico 8). Esta caída se produce como consecuencia del desplome de los precios del petróleo, pero también por una contracción de las exportaciones a China, especialmente en el caso de Brasil, que apenas es compensada por un aumento de las dirigidas hacia Estados Unidos. El déficit de la balanza corriente se mantuvo estable en torno al 3% del

INDICADORES DE EMPLEO, DEMANDA Y CRÉDITO
Variación interanual, índices y media móvil de tres meses de la tasa interanual

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- a Agregado de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.
- b Agregado de Brasil, Chile, México y Perú.
- c Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
- d Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
- e Agregado de Brasil, Chile, Colombia y México.
- f Agregado Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

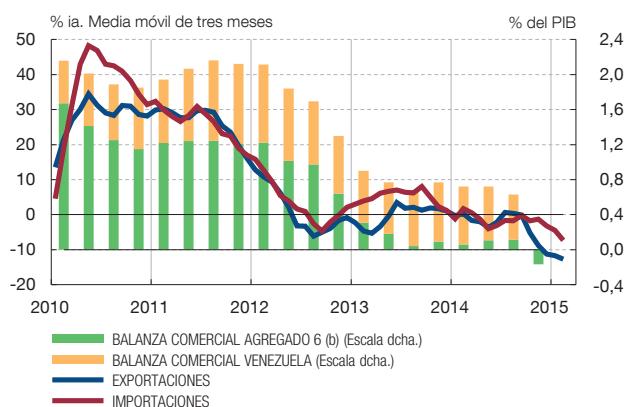
PIB, en promedio regional, por la ligera mejoría del saldo de la balanza de rentas (asociado a las menores repatriaciones de beneficios de las empresas extranjeras del sector de materias primas) y por un aumento de las transferencias recibidas. Por países, el déficit se redujo ligeramente en México, en Perú y, sobre todo, en Chile, pero se deterioró en el resto. La caída reciente de los términos de intercambio ha provocado una reducción de la diferencia entre la balanza corriente registrada de la región y la balanza ajustada de la variación de dicha relación de intercambio (véase gráfico 8).

Finalmente, los indicadores de mayor frecuencia correspondientes al primer trimestre de 2015 apuntan a un mantenimiento de las divergencias intrarregionales mencionadas. Así, la producción industrial mantuvo tasas de variación en torno al -2 %, como consecuencia de la evolución de Brasil, Chile, Argentina y Perú, mientras que en Colombia y México las tasas se mantuvieron en positivo. Las ventas al por menor repuntaron fuertemente en México y Colombia, a la par que se desaceleraban en Brasil. En los países para los que se publican índices PMI, las tendencias en el primer trimestre son alcistas, salvo para Brasil, si bien desde niveles aún muy bajos en comparación con la media histórica.

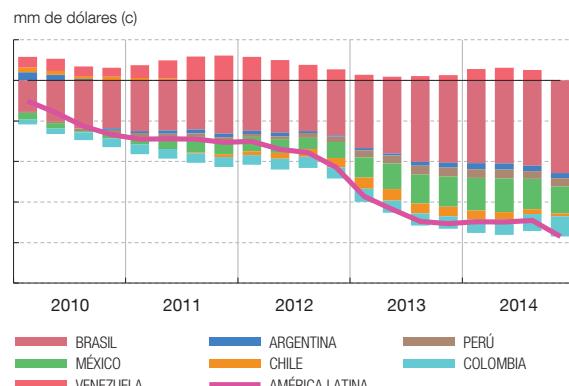
CUENTAS EXTERIORES Y DETERMINANTES
Índices, tasas de variación interanual, porcentaje del PIB y miles de millones de dólares

GRÁFICO 8

BALANZA COMERCIAL (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



BALANZAS EXTERNAS REGISTRADAS Y AJUSTADAS (d)



FUENTES: Datastream, estadísticas nacionales y bancos centrales.

- a Datos de aduanas en dólares.
- b América Latina-6.
- c Media móvil de cuatro trimestres.
- d Estimación de las balanzas ajustadas, fijando los precios de exportación e importación como media desde 1990 hasta 2007. En los casos de Chile y de Perú se ha estimado, además, un nivel fijo en la balanza de rentas como porcentaje del PIB.

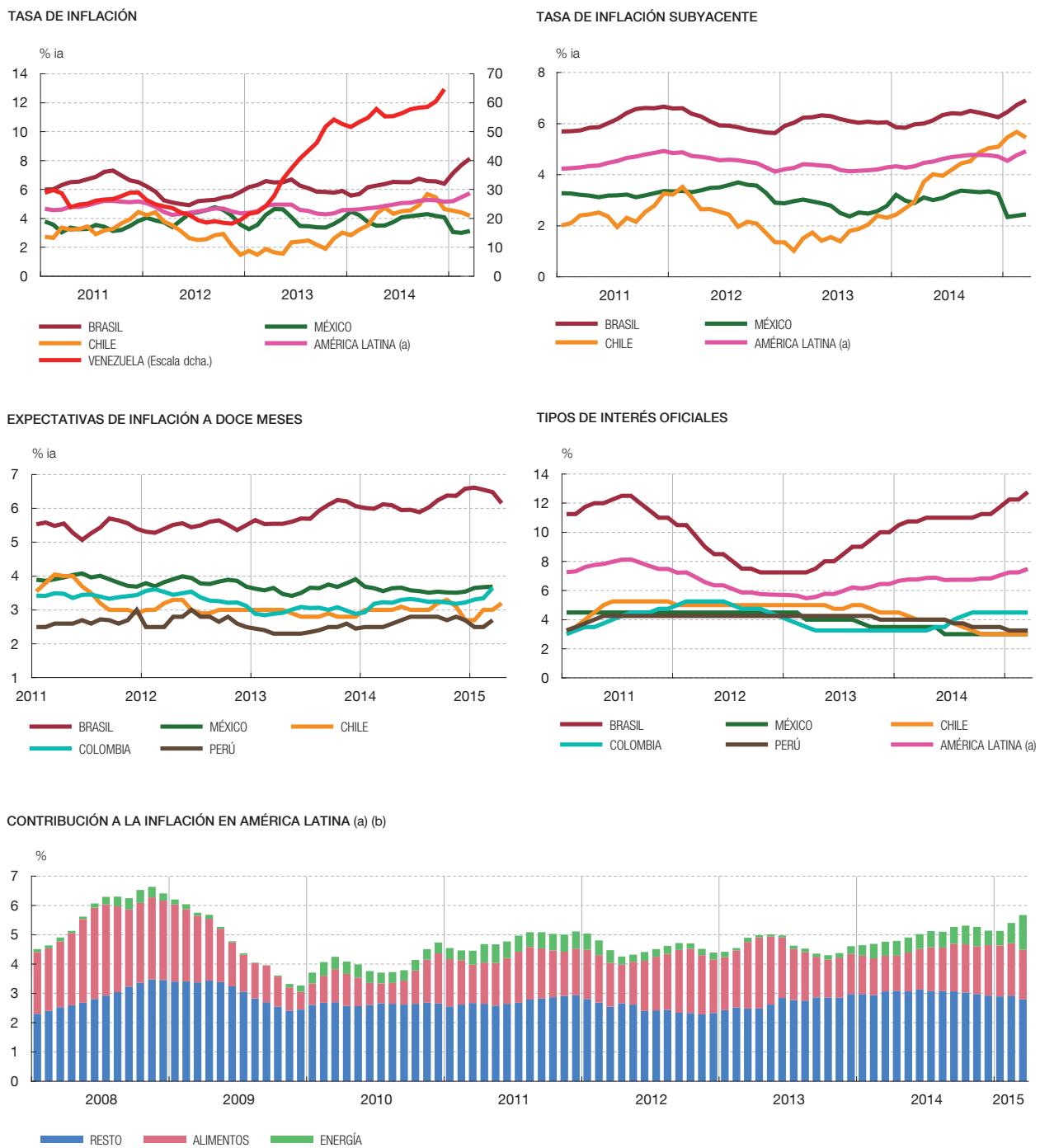
Precios y políticas económicas

En los últimos seis meses, desde la publicación del anterior «Informe de economía latinoamericana», la inflación en el promedio de los cinco países con objetivos de inflación se estabilizó en niveles relativamente elevados, situándose en el 5,7 % interanual en marzo de 2015 (véase gráfico 9). De hecho, a finales de 2014, tan solo en Colombia y Brasil los precios de consumo se habían situado dentro, aunque en la parte alta, de la banda fijada por sus bancos centrales (véase cuadro 2). El promedio regional oculta, no obstante, un aumento de las divergencias entre países respecto a la primera mitad de 2014.

Por un lado, en Brasil, la inflación repuntó en marzo hasta el 8,1 % interanual, el nivel más elevado de los últimos diez años, y más de 1,5 puntos por encima del objetivo superior de la banda. Parte de este incremento es consecuencia de la elevación de algunos precios administrados (13,3 % interanual en marzo) en el contexto del ajuste fiscal, con un impacto, en principio, transitorio. Sin embargo, los diferentes componentes de la inflación han seguido poniendo de manifiesto presiones en mayor o menor escala, pues la tasa subyacente se ha situado en el 8 % interanual, la variación de los

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

GRÁFICO 9



FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

- a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.
b Elaboración propia, descontando del índice general los índices de alimentos y energía.

precios de los bienes no transables en el 7,5 % y la del precio de los servicios —excluidos aquellos con precios regulados— en el 6,1 %. Así, tan solo los transables han registrado una cierta moderación en la segunda mitad de 2014, hasta el 5,7 % interanual en marzo, lo que resulta particularmente destacable, dado que ha tenido lugar en un contexto de fuerte depreciación cambiaria, síntoma de debilidad de la demanda interna.

País	2014			2015		2016
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Marzo	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	6,4	Sí	8,1	7,7	5,5
México	3 ± 1	4,1	No	3,1	3,1	3,4
Chile	3 ± 1	4,6	No	4,2	3,0	3,0
Colombia	3 ± 1	3,7	Sí	4,6	3,5	3,1
Perú	2 ± 1	3,2	No	3,0	2,6	2,6

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a *Consensus Forecasts* de marzo de 2015 para final de año.

En el resto de los países con objetivos de inflación, la tendencia general fue de desaceleración o estabilización. En el primer caso se encuentran México (3,1 % interanual en marzo) y Perú (3 % interanual), en los que la inflación se situó en el objetivo del banco central, sin que se haya observado evidencia de *pass-through* de la depreciación de los tipos de cambio. En Chile y Colombia, la inflación se mantuvo en la banda superior de los objetivos, situándose en marzo en el 4,2 % y en el 4,6 % interanual, respectivamente, acusando el efecto de la depreciación de los tipos de cambio. En ambos casos, parte de la presión en los precios se ha filtrado a la inflación subyacente, aunque las expectativas de inflación a medio plazo se mantuvieron ancladas. Por su parte, el impacto de la caída de los precios del petróleo sobre la inflación se observó sobre todo en países importadores, como Chile, Perú y, en cierta medida, también en Argentina. En Argentina, Colombia, México y Brasil los precios de la gasolina son administrados (y subvencionados) y el impacto final sobre los de consumo es menor (véase gráfico 9). Argentina y Venezuela, por su parte, siguieron mostrando tasas de inflación muy elevadas, superiores al 20 % y al 60 % interanual, respectivamente, en un contexto de financiación monetaria del déficit público, aunque en el primero se registró una cierta moderación a comienzos de 2015, en un contexto de parón de la actividad, estabilidad cambiaria y caída del precio del petróleo.

En este contexto, las políticas monetarias ahondaron en las divergencias que habían mantenido en la primera mitad de 2014 (véase gráfico 9). Por un lado, el banco central de Brasil —que había interrumpido en abril el ciclo de subida de los tipos de interés— intensificó tras las elecciones presidenciales de octubre el endurecimiento de la política monetaria, a fin de reforzar la credibilidad del objetivo de inflación (4,5 %). Con una elevación de 125 pb del tipo de interés oficial, hasta el 12,75 %, que se añade a la subida de 375 pb previa, el ajuste monetario está siendo fuertemente procíclico a corto plazo. A pesar de ello, el tipo de cambio del real ha seguido depreciándose (hasta situarse en 3,3 reales/dólar), una depreciación acumulada del 30 % en el último año, y de más del 50 % desde comienzos de 2011, contenida gracias al programa de intervención cambiaria del banco central. Igualmente, el Gobierno anunció un recorte de la financiación de la banca de desarrollo, que ha llegado a suponer el 50 % del total del crédito de la economía, y se han anunciado dos subidas del tipo de interés al que se otorgan estos préstamos (hasta el 6 %).

Del resto de los países con objetivos de inflación, México y Colombia mantuvieron sus tipos de interés oficiales sin cambios en los seis últimos meses, mientras que el banco central de Chile recortaba en 25 pb su tipo de interés oficial, hasta el 3 %, en octubre y el

de Perú lo hacía en 50 pb en dos ocasiones, hasta el 3,25 %. Tanto en México como, sobre todo, en Chile y Perú, las políticas monetarias han tenido un carácter expansivo en el último año y medio, y solo en Colombia, que terminó el ciclo de ascenso de los tipos de interés a mediados de 2014, esta ha mantenido un tono más neutral. Un aspecto interesante es que, en los cuatro países, las previsiones apuntan a una reducción o, al menos, estabilización de la inflación en 2015 y, sin embargo, mientras que en Colombia y Perú los mercados descuentan la posibilidad de nuevos descensos en los tipos de interés (más probables si la estabilización de los términos de intercambio frenase la depreciación de los tipos de cambio), en México el mercado descuenta una elevación de los tipos de interés en consonancia con el ciclo monetario estadounidense. En Chile, las expectativas han cambiado en el transcurso del último mes, y ya no descuentan recortes en los tipos de interés oficiales.

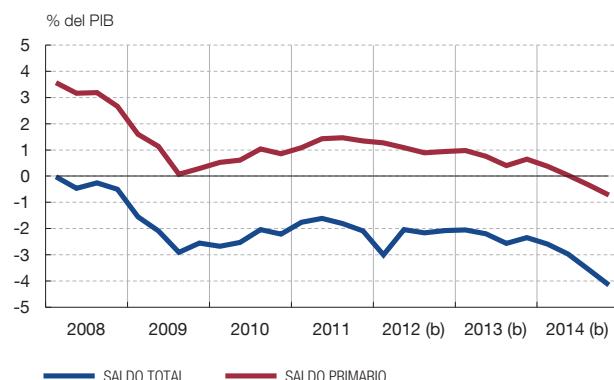
La depreciación de los tipos de cambio ha sido un factor importante para las políticas monetarias en la mayoría de los países, puesto que, aunque se ha tratado de facilitar el ajuste del tipo de cambio real a unos términos de intercambio inferiores, Perú y recientemente México han intervenido en el mercado de cambios vendiendo reservas para modular estas tendencias y Colombia ha interrumpido completamente su programa de acumulación de reservas. Perú ha utilizado, además, la política macroprudencial a fin de reducir su vulnerabilidad a la depreciación del sol (encareciendo el endeudamiento en moneda extranjera frente a la moneda nacional).

Por su parte, en el ámbito de la política fiscal, el cierre del año 2014 mostró, prácticamente sin excepciones, una ampliación generalizada de los déficits públicos (en el caso de Perú, la desaparición del superávit) (véase gráfico 10). Dicha evolución fue consecuencia principalmente del desfavorable comportamiento de los ingresos motivado por la posición cíclica y la caída de los ingresos por materias primas, aunque en algunos países también fue el resultado del impulso al gasto público, que contribuyó a sostener la renta de las familias y el consumo privado. En Brasil, la ampliación del déficit en 2014 fue muy sustancial, hasta el 7 % del PIB, y de cara a 2015, pese a las dificultades políticas, las autoridades están intentando poner en práctica un ajuste fiscal, que tendrá efectos procíclicos a corto plazo, pero que es necesario para reconducir la senda de las finanzas públicas y reforzar su credibilidad a medio plazo. En el resto de los países, el deterioro fiscal en 2014 ha sido menos intenso. Para 2015, en México, Colombia, Perú y Chile, la existencia de reglas fiscales debería conferir a la política fiscal un carácter contracíclico o acíclico, que aísla a las cuentas en mayor medida de la fluctuación de los precios de las materias primas (véase recuadro 2). Aun así, las respuestas están siendo diferentes. Por un lado, en Colombia y Perú la regla fiscal, los fondos de estabilización y, sobre todo, el bajo nivel de endeudamiento público han evitado un ajuste procíclico (adicional al previsto por los planes de consolidación de medio plazo), a pesar de la caída de los precios del crudo, del cobre y de otros metales. En Chile, la política fiscal está determinada, por un lado, por la elevación de impuestos de la reforma fiscal recientemente aprobada y, por otro, la voluntad de llevar a cabo una expansión para contrarrestar la caída del crecimiento, con un fuerte aumento del presupuesto para inversión en el presente año. Además, se ha relajado el déficit previsto hasta el -1,9 % del PIB, aunque se mantiene el objetivo de llegar al equilibrio, en términos del saldo ajustado de ciclo, en 2018. En México, por su parte, se ha anunciado un ajuste del gasto tanto en 2015 como en 2016, en un contexto de caída del precio del petróleo y también de la producción petrolera, como señal a los mercados de que, ante el riesgo de que parte de la caída del crudo sea permanente, no se recurirá a un mayor endeudamiento, en una situación de cambio en el ciclo financiero global.

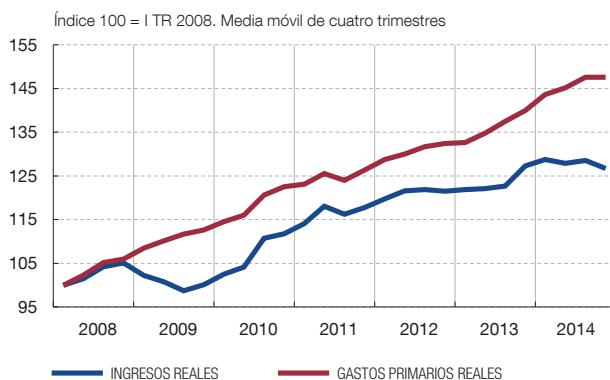
PRINCIPALES CIFRAS DEL SECTOR PÚBLICO
Porcentaje del PIB e índice

GRÁFICO 10

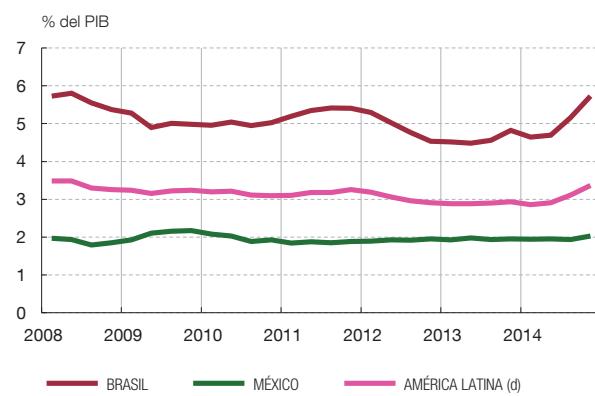
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



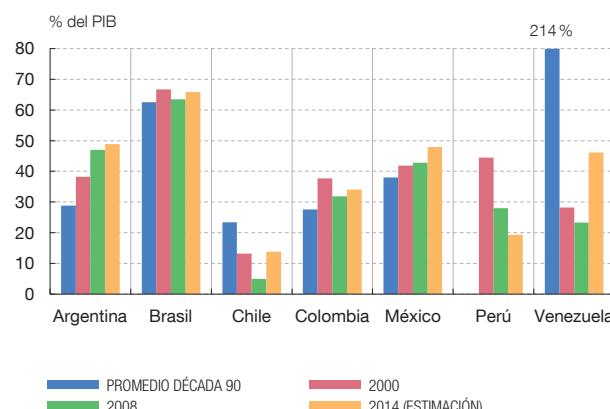
INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (c)



GASTOS POR INTERESES DE LA DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO SOBRE EL PIB



DEUDA PÚBLICA BRUTA



FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

- a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.
- b En Venezuela, datos trimestrales estimados en 2012 a partir del dato anual. En 2013 y 2014, agregado sin Venezuela.
- c América Latina-5.
- d América Latina-6.

Comercio y reformas

A lo largo del semestre se registraron avances en los procesos de liberalización comercial, tanto a escala global —con la firma del Acuerdo de Facilitación de Comercio que reabre las negociaciones de la Ronda Doha— como en el ámbito regional, con un mayor impulso, de nuevo, en el área de influencia de la Alianza del Pacífico. Así, se produjeron avances de distinto alcance (inicio de conversaciones, superación de trámites parlamentarios, firma de acuerdos, o entrada en vigor) en el establecimiento de acuerdos de libre comercio de México, Colombia, Chile, Perú y Centroamérica con países asiáticos y europeos, como Turquía.

En el MERCOSUR se registraron ciertos avances en su apertura hacia otras áreas, con la firma de acuerdos para el inicio de negociaciones con Líbano, Túnez, Rusia, Bielorrusia y Kazajistán, además de Corea del Sur y Pakistán, y se ratificó la oferta realizada a la Unión Europea a mediados de 2014 para la liberalización del 90 % de los intercambios comerciales. Asimismo, se adoptaron medidas para facilitar el tránsito interno de bienes y personas —como un mecanismo que permite el comercio en monedas locales entre Uruguay y Brasil, el impulso al pasaporte de MERCOSUR y la aceleración de la adhesión de Bolivia—. Chile planteó la posibilidad de un acercamiento de la Alianza del Pacífico al MERCOSUR,

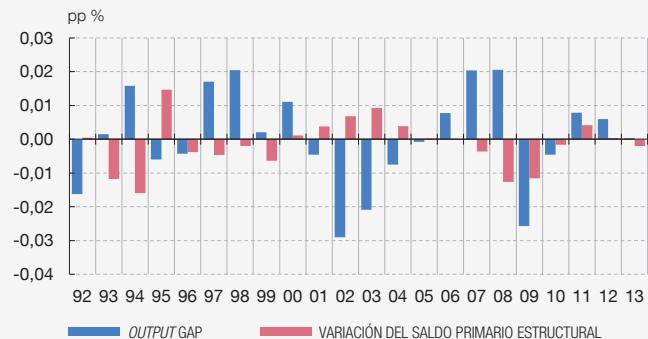
La utilización de la política fiscal como herramienta moderadora del ciclo económico es un reto histórico en América Latina. En la literatura empírica se ha encontrado de una forma sistemática un comportamiento procíclico de la política fiscal para América Latina (es decir, la aplicación de una política fiscal expansiva cuando el ciclo es boyante y contractiva cuando la economía está en recesión), al igual que ocurre en otras economías emergentes. La intensidad del sesgo procíclico se ve agravada en América Latina por la escasa entidad de los estabilizadores automáticos, la redu-

cida capacidad recaudatoria y la dependencia de los ingresos públicos de la exportación de materias primas, y también por unas condiciones financieras externas que acentúan las fluctuaciones económicas. En particular, la elevada dependencia de los países de América Latina de la financiación externa y los episodios de *sudden stop* (reducciones bruscas de la entrada de capitales extranjeros), en un contexto de rigideces cambiarias, han originado tradicionalmente respuestas procíclicas de la política fiscal, especialmente en las fases recesivas.

1 NÚMERO DE PAÍSES CON REGLA FISCAL EN AMÉRICA LATINA



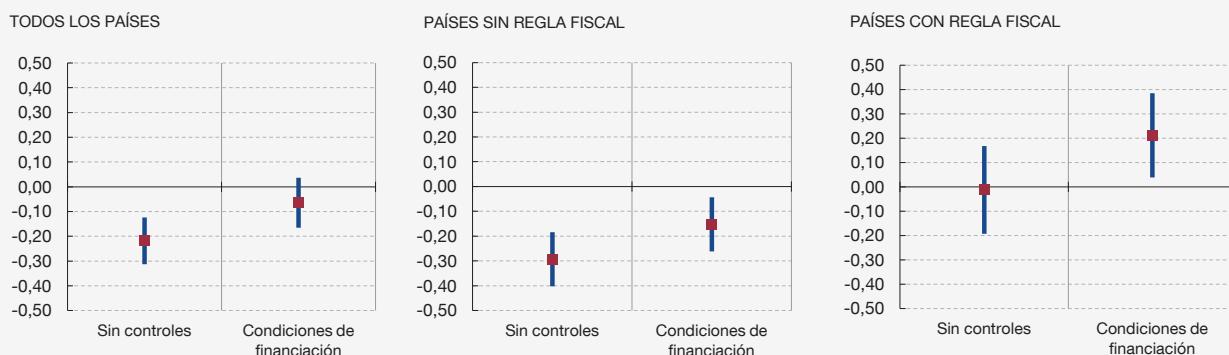
2 EVOLUCIÓN DE LA BRECHA DE PRODUCTO Y EL CAMBIO EN EL BALANCE



3 EVOLUCIÓN TEMPORAL DEL COEFICIENTE DE REACCIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL AL CICLO ECONÓMICO (a)



4 COEFICIENTE DE REACCIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL AL CICLO ECONÓMICO, POR DETERMINANTES



FUENTES: IMF *Fiscal Rules Dataset*, CEPAL, OCDE y Banco de España.

a Coeficiente de la brecha de producto en una regresión MCO de ventana móvil de siete años, con intervalo de confianza del 90 %. Un coeficiente negativo (positivo) significa política fiscal procíclica (contracíclica).

Sin embargo, en los últimos años parece apreciarse un cambio de comportamiento. En particular, durante la crisis financiera global las economías latinoamericanas resistieron particularmente bien, con políticas macroeconómicas moduladas de forma contracíclica para paliar los efectos de la crisis. Por otra parte, se ha constatado un importante cambio institucional en materia presupuestaria desde principios del nuevo milenio, materializado en la implementación de un marco fiscal más robusto con la adopción de reglas en muchos países de la región (véase gráfico 1). Estas reglas fiscales han sido desarrolladas con objetivos diversos. En algunos países pretenden limitar el crecimiento de la deuda o el déficit primario para mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo, mientras que, en otros, el objetivo es la estabilización del ciclo y la generación de espacio fiscal en las fases alcistas para poder realizar expansiones fiscales en los tiempos recesivos. La creación de fondos soberanos a partir de los ingresos de materias primas en Chile, y más recientemente en Colombia o México, y la introducción de objetivos de balance estructural a medio plazo son algunos desarrollos de política económica ligados a estas reglas fiscales.

Para poder valorar el tono de la política fiscal en América Latina se requiere estimar los saldos fiscales primarios estructurales (es decir, excluyendo del saldo público total la carga de intereses de la deuda y el impacto del ciclo económico) y corregirlos, además, por el impacto de los precios de las materias primas, pues una gran parte de los países de la región depende en gran medida de los ingresos por exportación de bienes primarios para cuadrar sus cuentas fiscales, y sus precios también presentan fluctuaciones transitorias de elevada persistencia. Este recuadro presenta, para una muestra de ocho de las principales economías en América Latina¹ en el período 1990-2013, los saldos primarios estructurales corregidos por el precio de las materias primas —empleando la metodología de la OCDE y del FMI²— y evalúa si el cambio de las condiciones externas de financiación, por un lado, y la introducción de reglas fiscales, por otro, han permitido un giro hacia una política fiscal con capacidad para suavizar el ciclo económico³.

En el gráfico 2 se observan la evolución del saldo primario estructural y la brecha de producto en los países analizados, en media aritmética. Como se puede apreciar, en el período analizado en raras ocasiones se observan situaciones de política fiscal contracíclica; esto es, períodos en los que, o bien una brecha de producto positiva (expansión económica) está acompañada por un cambio positivo (orientación restrictiva de la política fiscal) en el balance primario estructural, o bien una brecha de producto negativa (recesión económica) ocurre a la vez que el cambio en el balance

primario estructural se hace negativo (orientación restrictiva de la política fiscal). Sin embargo, este patrón se quiebra en 2009 con el importante impulso fiscal con que se reaccionó ante la crisis financiera global y en los años inmediatamente posteriores a la crisis se produjeron algunas mejoras en el saldo primario estructural en situaciones económicas favorables. El predominio de la orientación procíclica de la política fiscal en la región en los últimos veinticinco años se corrobora con un sencillo análisis cuantitativo, en el que se regresa el saldo primario estructural sobre la brecha de producto. En efecto, en el gráfico 3, que ilustra la evolución del coeficiente que mide la respuesta cíclica de la política fiscal en forma de ventana móvil de siete años junto con unas bandas de confianza del 90 %⁴, se aprecia que la prociclicidad en la región ha sido relativamente estable y significativa hasta la reacción a la crisis de 2009. Tras el impulso fiscal de 2009, el coeficiente que mide la respuesta de la política fiscal al ciclo deja de ser significativo, es decir, la política fiscal deja de ser procíclica para convertirse en acíclica.

Para analizar la evolución de las condiciones financieras sobre la relación entre el tono de la política fiscal y el ciclo, en la regresión anterior se incluye un indicador, derivado de la literatura de análisis de sostenibilidad de la deuda⁵, que trata de aproximar la situación financiera del sector público. Este indicador se construye como el saldo primario estructural que estabilizaría la ratio de deuda pública sobre el PIB en cada período, dado el tipo de interés implícito que paga el sector público por la deuda emitida⁶ y el crecimiento de la economía. Esta variable tiene en cuenta las condiciones de financiación y la situación fiscal subyacente, de forma que mide el espacio fiscal de las autoridades⁷. Los resultados indican que las condiciones de financiación influyen significativamente en la respuesta cíclica de la política fiscal. Como se aprecia en el gráfico 4, el carácter procíclico de la política fiscal se atenúa una vez se tiene en cuenta la influencia de las condiciones de financiación.

El impacto de la introducción de reglas fiscales sobre la respuesta de la política fiscal al ciclo resulta más difícil de valorar. Por un lado, no es fácil evaluar si las reglas fiscales contribuyen a eliminar el sesgo contracíclico de la política fiscal o si, por el contrario, su creación se enmarca dentro de un proceso en el que la mejora de las instituciones puede ser un paso más para el logro de la disciplina fiscal.

4 Un coeficiente negativo en la regresión significa un comportamiento procíclico de la política fiscal, y viceversa.

5 Alberola y Montero (2006), «Debt Sustainability and Procyclical Fiscal Policies in Latin America», *Economía, LACEA, Journal of the Latin American and Caribbean Association* – 7 (1), pp. 157-193, otoño.

6 En concreto, esta variable se construye como $TB = [(r-g)/1+g]^*D(-1)$, donde r es el tipo de interés medio efectivamente pagado, g el crecimiento del PIB y $D(-1)$ el stock de deuda en el período anterior.

7 La inclusión de esta variable en la regresión del saldo primario estructural está potencialmente sujeta a un problema de endogenidad, ya que las condiciones de financiación también pueden depender del tono de la política fiscal. Para intentar resolver este problema, se utiliza una estimación por variables instrumentales.

1 Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Uruguay.

2 Véase Daude, Melguizo y Neut (2011), «Fiscal policy in Latin America: Counter-cyclical and Sustainable?», *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, vol. 5, 2011-14.

3 Alberola, Kataryniuk, Melguizo y Orozco (2015), «The long (and unfinished) march towards fiscal policy stabilization in Latin America: The role of financial conditions and fiscal rules», mimeo.

Por otro lado, la medición de la calidad de las reglas fiscales es una cuestión abierta. En este estudio se utiliza la base de datos del FMI⁸ para construir diferentes indicadores *de iure* de las reglas fiscales, sin entrar a valorar ni su idoneidad ni el cumplimiento *de facto* de las reglas fiscales⁹. Se vuelve a estimar la regresión del saldo estructural primario sobre la brecha de producción permitiendo que el coeficiente de esta última variable difiera en función de la existencia o no

de reglas fiscales¹⁰. Los resultados reflejan que los países cuya disciplina fiscal se ha reflejado en el desarrollo de una regla fiscal han sido capaces de evolucionar hacia la eliminación de la tendencia procíclica de la política fiscal (véase gráfico 4). Si este comportamiento refleja que las reglas fiscales funcionan como un mecanismo de señalización de un compromiso con una política fiscal más estable, sigue siendo una cuestión abierta.

8 IMF Fiscal Rules Dataset. Véase A. Schaechter, T. Kinda, N. Budina y A. Weber (2012), *Fiscal Rules in Response to the Crisis—Towards the «Next-Generation» Rules. A New Dataset*.

9 Véase J. C. Berganza (2012), *Fiscal rules in Latin America: a survey*, Documentos Ocasionales, n.º 1208, Banco de España.

10 Para tener en cuenta el problema de endogenidad mencionado en la nota 7, se utiliza un instrumento externo (durabilidad del régimen político, obtenido de la base de datos de Polity IV, para reflejar la mayor perspectiva de una estabilidad macroeconómica con enfoque en el largo plazo por parte de un régimen político más estable).

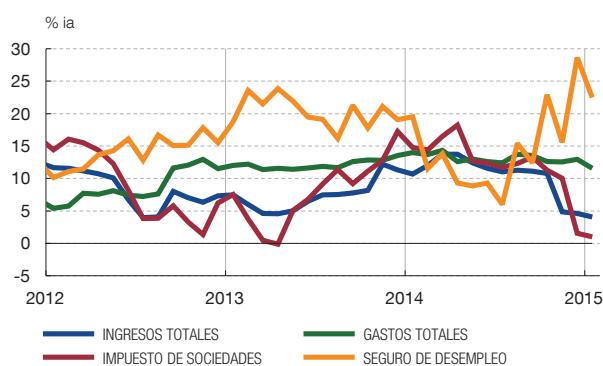
en ámbitos no relacionados con la rebaja de aranceles. En sentido contrario, Argentina y Brasil renovaron las restricciones al comercio de automóviles con México por otros cuatro años.

En el ámbito de las reformas estructurales, en México se aprobaron nuevas iniciativas legislativas para combatir la corrupción y la violencia, así como para elevar la productividad del país —mejorando la integración de las cadenas productivas de las pymes con grandes empresas e impulsando la financiación de actividades y proyectos con potencial productivo o inversión en capital humano—, al tiempo que comenzaban a establecerse los nuevos entes reguladores de los diversos sectores afectados por las reformas y se creaba el Fondo Mexicano del Petróleo. En Colombia se aprobó una reforma tributaria de moderado alcance que pretende cubrir el desfase de ingresos del presupuesto para 2015, elevando el impuesto sobre la renta y creando un nuevo impuesto sobre la riqueza. Finalmente, en Chile se aprobó la reforma educativa que garantiza la gratuidad de la enseñanza, la reforma electoral que acerca el sistema a la proporcionalidad, y se anunció la presentación en el Congreso, para antes de finales de año, de la reforma laboral, que incluiría el facilitar la sindicalización de trabajadores, garantizar el derecho a la huelga y cambios en los formatos de los contratos.

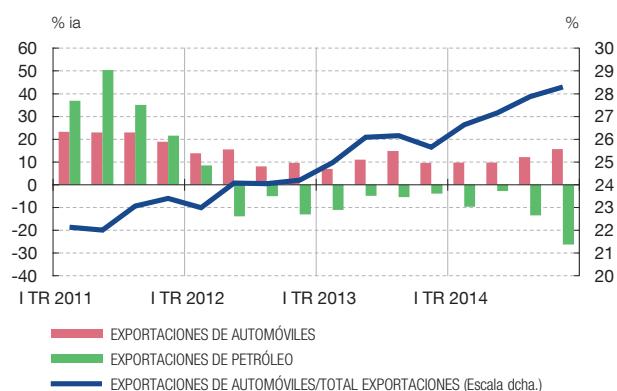
Evolución económica por países

Con la revisión de las cifras de contabilidad nacional publicadas en marzo, la economía de Brasil salió de la recesión «técnica» en el último semestre del año, al crecer un 0,2 % y un 0,3 % en tasa trimestral en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente, si bien mantuvo tasas interanuales negativas durante los tres últimos trimestres de 2014 (-1,2 %, -0,6 % y -0,2 %, respectivamente). Así, el crecimiento en 2014 se situó en el 0,2 % (2,7 % en 2013), como consecuencia del continuado debilitamiento de la demanda interna, cuya aportación al crecimiento fue de tan solo 0,1 pp en 2014. La inversión continuó contrayéndose fuertemente (en torno al 6 % interanual en el cuarto trimestre), mientras que el consumo privado registraba un crecimiento moderado. La aportación de la demanda externa fue de cuatro décimas en el cuarto trimestre, en el que cayeron fuertemente las exportaciones (-10,7 % interanual), resultado de la debilidad de las ventas de manufacturas y petróleo, por

BRASIL. INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS



MÉXICO: EXPORTACIONES DE AUTOMÓVILES Y PETRÓLEO

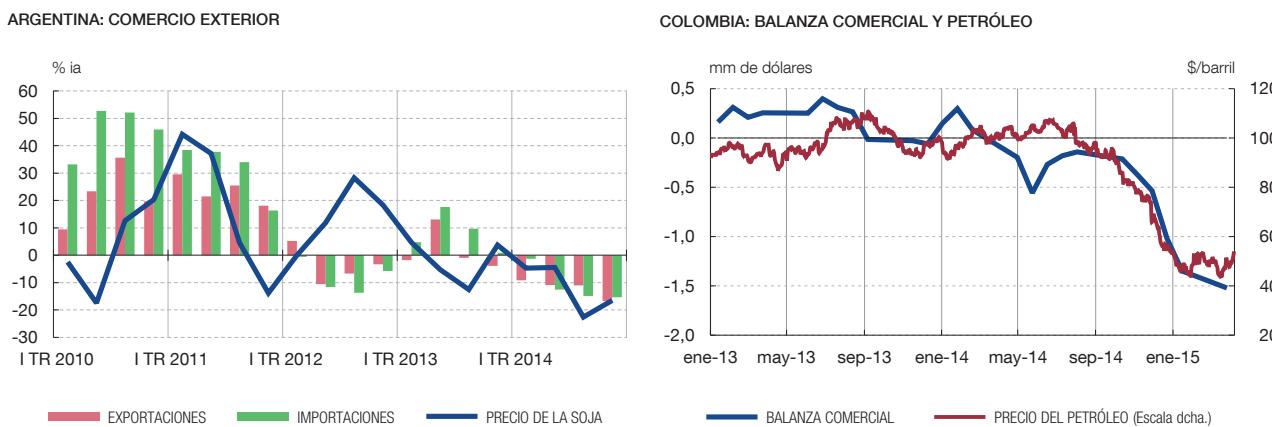


FUENTE: Estadísticas nacionales.

productos y, por países, de las dirigidas a China y a la UE. Los indicadores de mayor frecuencia del primer trimestre de 2015 apuntan a un mantenimiento de la debilidad de la demanda interna, acusando además el efecto de la mayor sequía en décadas. El mercado de trabajo ofrece algunos signos de debilidad, pues ha seguido registrando caídas en la creación de empleo, sobre todo en el sector manufacturero, a pesar de que la tasa de paro se mantuvo en mínimos históricos (en parte, gracias a la menor población activa) y de que los salarios reales crecieron un 2,4 %. La inflación se mantuvo al alza a lo largo del año, cerrando 2014 en el 6,4 % interanual, y rompiendo el techo del rango objetivo en enero de 2015 (+4,5 %, con bandas de +/-2 %) como consecuencia del ajuste realizado por el Gobierno de los precios administrados, alcanzando el 8,1 % interanual en marzo. La inflación subyacente ha repuntado sobre todo desde inicios de año (8 % en marzo), al igual que las expectativas de inflación, previéndose que hasta mediados de 2016 no vuelvan a situarse dentro de la banda objetivo del banco central. En este contexto, poco después de las elecciones, el banco central sorprendió reiniciando el ciclo de subida de los tipos de interés oficiales, acumulando una subida total de 125 pb, hasta el 12,75 %, en un intento de anclar las expectativas de inflación. También se redujo a la mitad la cuantía de la intervención mediante swaps en el mercado cambiario, mecanismo que finalmente se eliminó a finales de marzo. El real se depreció un 14 % frente al dólar en el semestre, y en los tres primeros meses del presente año se situó por encima de los 3,3 reales por dólar, mínimo histórico desde 2003. Desde el punto de vista fiscal (véase gráfico 11), el saldo primario en 2014 se situó en el -0,6 % del PIB, lo que supone un fuerte deterioro con respecto a los años anteriores (1,8 % del PIB en 2013) e inferior al objetivo del año (+0,2 % del PIB), que ya había sido revisado a la baja. No obstante, el nuevo Gobierno ha anunciado un paquete fiscal consistente en una reducción de gastos por valor del 0,7 % del PIB, y un aumento de impuestos por un 0,4 % del PIB, que, aunque a corto plazo podrían incidir negativamente en la actividad y elevar la inflación a lo largo de 2015, tienen como objetivo de medio plazo reconducir las cuentas fiscales y recuperar la credibilidad. En el ámbito del sector exterior, el déficit por cuenta corriente se amplió hasta el 4 % del PIB en 2014 (frente a los 3,6 % del PIB de 2013) como resultado de la desaparición del superávit comercial y la aparición de un moderado déficit (0,2 % del PIB), asociado a la caída de los términos de intercambio y las menores exportaciones a China. En la cuenta financiera se ha registrado un moderado aumento en las entradas de flujos de cartera, que pasaron del 1,1 % del PIB en 2013 al 1,4 % en 2014, aprovechando los mayores tipos de interés de la economía brasileña. Por otra parte, la agencia Moody's situó la calificación soberana del país en perspectiva negativa, y Standard and Poors la mantuvo sin cambios.

En México, la economía registró en 2014 un crecimiento del 2,1 %, frente al 1,4 % de 2013, recuperándose a lo largo del segundo semestre, aunque a un ritmo inferior al esperado. Por el lado de la demanda, las exportaciones continuaron siendo el principal motor del crecimiento (7,1 % en el tercer trimestre y 10,3 % en el cuarto), impulsadas por la mejora de la actividad en Estados Unidos y su reflejo en la industria manufacturera (automotriz sobre todo) (véase gráfico 11), que más que compensaron el descenso de las exportaciones petroleras. El componente más dinámico de la demanda interna fue la inversión, que creció un 2,3 % en el año (-1,6 % en 2013) ante el buen comportamiento de la inversión privada (5 %), que más que compensó el retroceso de la pública (-7 %). Por su parte, el consumo privado continuó débil, aunque ganó dinamismo apoyado en el buen comportamiento del mercado de trabajo, que se está beneficiando por el plan de formalización del empleo. De hecho, la tasa de paro cayó hasta el 4,4 % en el cuarto trimestre. Los datos publicados para el primer trimestre de 2015 apuntan al mantenimiento de ritmos de crecimiento similares a los del cuarto, impulsados por la demanda externa. La inflación cerró el año en el 4,1 % interanual, algo por encima del límite superior del intervalo objetivo del banco central ($3\% \pm 1\%$), la tasa subyacente se situó por debajo de la general (2,4 % en febrero) y las expectativas de inflación de medio y largo plazo permanecieron ancladas alrededor del 3 %. El tipo de cambio del peso se depreció en paralelo a la caída del precio del petróleo, situándose en el nivel más bajo de los seis últimos años. Ello provocó la activación de la regla automática de intervención para reducir la volatilidad; posteriormente se aumentó la oferta diaria en 52 millones de dólares adicionales mediante subastas sin precio mínimo, ante la intensificación de las presiones a la baja. En este contexto, el banco central mantuvo los tipos oficiales en el 3 % durante los seis últimos meses, señalizando una posible sincronización de la política monetaria con la de la Reserva Federal, por lo que los mercados descuentan la primera subida de tipos para el tercer trimestre de 2015. En el plano fiscal, las cuentas públicas se deterioraron por la desaceleración de los ingresos, debido sobre todo a la caída del 42 % los ingresos petroleros, a pesar del efecto positivo de la reforma fiscal aprobada en octubre de 2013 y de la depreciación del tipo de cambio. Así, el déficit se situó en el 3,2 % del PIB (frente a un objetivo de 2,5 %), casi 1 pp por encima del dato de 2013. En este contexto, en enero el Gobierno aprobó un recorte del gasto público del 0,7 % del PIB para 2015, que afectaría, sobre todo, al gasto corriente, pero también a inversiones en Pemex y a la Comisión Federal de Electricidad, y un recorte adicional en 2016.

La actividad en Argentina prolongó en el segundo semestre de 2014 la dinámica de debilidad que había caracterizado su evolución en la primera mitad del año. El PIB creció un 0,1 % y un 0 % intertrimestral, respectivamente, en el tercer y cuarto trimestres, por lo que, en el conjunto de 2014, el crecimiento del PIB fue de un 0,5 %, frente al 2,9 % registrado en 2013. El factor clave que explica el debilitamiento de la actividad en 2014 son las restricciones impuestas a la cadena de producción por los controles a la importación, que han afectado especialmente a los bienes intermedios, en el actual contexto de aislamiento comercial y financiero, y de escasez de divisas. Por el lado del gasto, la inversión aceleró su ritmo de caída en términos interanuales hasta el 4,9 % en el tercer trimestre y hasta el 9,7 % en el cuarto, cerrando el año con una caída del 5,6 %. El consumo de los hogares reflejó el agotamiento de las fuentes internas de crecimiento, al caer un -0,5 % en 2014, tras una década de crecimiento por encima del 3 %. Por su parte, el consumo público creció un 2,8 % en el conjunto del año (el menor crecimiento de la década), tras acelerar su ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre hasta el 3,8 % interanual. En sentido contrario, la aportación del sector externo pasó de ser negativa en 1,4 pp a positiva en la misma cantidad, como consecuencia de la fuerte contracción de las importaciones, de más de un 12 %, que más que compensó el retroceso de las exportaciones, muy condicionadas



FUENTES: INDEC, Secretaría de Agricultura de Argentina y DANE.

(véase gráfico 12) por los menores términos de intercambio y la débil demanda externa, especialmente de Brasil, primer socio comercial. Las previsiones para 2015 apuntan hacia una continuación del débil comportamiento de la economía. En este contexto, el déficit de la cuenta corriente en 2014 se amplió hasta el 0,9% (0,8% en 2013). Por su parte, las reservas internacionales de divisas se estabilizaron en torno a los 30 mm de dólares, gracias al control sobre las importaciones y la activación de varios swaps frente el yuan chino (3,8 mm de dólares). La inflación oficial alcanzó el 23,9% interanual en diciembre y, aunque la caída del precio del petróleo y la desaparición del efecto de la fuerte devaluación de inicios de 2014 están ayudando a su moderación, la continua monetización del déficit público, que cerró el año por encima del 3% del PIB, sigue representando un importante riesgo al alza. El aumento del déficit público fue consecuencia del aumento del gasto público (42% anual) —resultado de los subsidios al sector privado—, que más que compensó la mayor recaudación (41%). El tipo de cambio oficial se devaluó casi un 50% en 2014 frente a 2013, cerrando el año en 8,1 pesos por dólar, aunque el ritmo de devaluación se frenó en la segunda mitad del año, a la vez que se cerraba parcialmente la brecha con el tipo de cambio no oficial. Por otra parte, la expiración en 2015 de la cláusula *Rights Upon Future Offers* (RUFO) de la deuda reestructurada, que otorgaba el derecho a los tenedores de bonos reestructurados a acogerse a cualquier mejora concedida a otros acreedores, no supuso ningún cambio en las negociaciones con los *holdouts*, por lo que el país sigue en situación de impago soberano en su deuda reestructurada.

En Chile, la actividad económica accusó una fuerte desaceleración en 2014, que se fue moderando en los últimos meses del año y, sobre todo, a comienzos de 2015. En el conjunto de 2014, el crecimiento fue del 1,9% interanual y se revisaron al alza en una décima los datos para 2013 (4,2%) y 2012 (5,5%). En el cuarto trimestre de 2014, la economía creció algo más en términos trimestrales (0,9%) y, en particular, la demanda interna moderó su ritmo de contracción, impulsada por el gasto público (5,5% interanual) y por el comportamiento de la formación bruta del capital fijo, que pasó a crecer (0,5% interanual) tras cinco trimestres consecutivos de registros marcadamente negativos. En 2014, la aportación de la demanda externa al crecimiento fue positiva (de 3,2 pp) por la contracción de importaciones. La tasa de desempleo se mantuvo en mínimos (6,3% de la población activa). El superávit comercial aumentó de forma que el déficit por cuenta corriente se corrigió muy sustancialmente, hasta el 1,2% del PIB (3,4% en 2013). En la cuenta financiera, aumentaron la inversión directa extranjera y la inversión en cartera. La inflación, que experimentó un repunte hasta el 5,7% interanual en octubre, se ha moderado en los últimos

meses, debido en parte a la caída del precio del petróleo, hasta situarse en el límite superior de la banda objetivo. El banco central redujo los tipos de interés oficiales en una ocasión desde el pasado septiembre en 25 pb, hasta el 3 %. En el plano fiscal, en 2014 se registró un déficit del 1,6 % del PIB (superior al 0,9 % estimado en la Ley de Presupuestos) y un déficit estructural del 0,5 %, debido a un mayor gasto, en un contexto de desaceleración cíclica y como consecuencia de menores ingresos provenientes del cobre (2 % del PIB y 10 % de los ingresos fiscales), una cifra prácticamente la mitad que la obtenida en 2011. En el primer año de aplicación de la reforma fiscal, se consiguió el aumento previsto en la recaudación (0,3 % del PIB). Para 2015 se espera un aumento de los ingresos fiscales equivalentes al 2 % del PIB por la reforma fiscal, con un déficit efectivo del 1,9 % del PIB y un déficit estructural del 1,1 % del PIB. Tanto los fondos de estabilización como la reducida deuda soberana de Chile siguen permitiendo una política fiscal contracíclica.

En 2014, *Colombia* fue la economía con mayor dinamismo de la región, al registrar el PIB un crecimiento del 4,6 % (4,9 % en 2013). Aun así, el crecimiento se redujo marcadamente a lo largo del año, desde el 6,4 % interanual del primer trimestre al 3,5 % del cuarto, como consecuencia de la ralentización de la demanda interna, y en particular del consumo público y la inversión, aunque en el conjunto del año este fue el componente más dinámico, con un crecimiento cercano al 11 %. El consumo privado, sin embargo, elevó su ritmo de expansión en el cuarto trimestre y consiguió compensar la desaceleración de los otros componentes. Por su parte, la aportación de la demanda externa volvió a ser negativa en 2014 (-2,8 pp), como consecuencia de la debilidad de las exportaciones (-1,7 %), que acusaron la fuerte caída de las ventas de petróleo al exterior, en contraste con el comportamiento de las importaciones (9,2 %), que reflejaron el buen momento de la inversión. En consecuencia, el déficit comercial en el año se amplió (véase gráfico 12) hasta el 2,4 % del PIB y el saldo por cuenta corriente se deterioró marcadamente, hasta el -5,2 % del PIB (-3,2 % en 2013). En la cuenta financiera, la inversión directa se redujo como reflejo de menores inversiones en el sector minero-energético, pero los flujos de inversión en cartera aumentaron en un 68 %. Los indicadores del primer trimestre apuntan a que el crecimiento continuaría desacelerándose a pesar del buen comportamiento que aún reflejan tanto el mercado laboral como el crédito. La inflación, que terminó el año muy cerca del límite superior del rango meta (+3 %, con bandas de +/-1 %), comenzó a repuntar en los últimos meses y mantuvo esta dinámica en el inicio de 2015, alcanzando el 4,6 % en marzo, como consecuencia del aumento de los precios de los alimentos y de la depreciación del tipo de cambio. En este contexto, el banco central mantuvo el tipo de interés oficial en el 4,5 % desde septiembre, tras las subidas de julio y agosto, e interrumpió las compras de dólares en el mercado cambiario. El tipo de cambio experimentó una depreciación de más del 20 % frente al dólar en 2014 y de más de un 8 % desde inicios de año hasta marzo, en un entorno de caída de los precios del petróleo y de deterioro de las perspectivas de crecimiento. En el ámbito fiscal, en 2014 se cumplió la meta de reducción del déficit estructural, que se situó en el 2,3 % del PIB (2,4 % observado). Para 2015, el cumplimiento de la regla fiscal requirió inicialmente un aumento de los impuestos que permitiera elevar los ingresos. Sin embargo, ante la previsión de menores ingresos petroleros, el Gobierno anunció un recorte del gasto del 3 % y admitió en la actualización de los presupuestos una desviación cíclica del -0,6 %, lo que implica un aumento del déficit público hasta el 2,8 % del PIB, que será financiado con la emisión de deuda pública.

En *Perú* se profundizó la pérdida de dinamismo de la actividad durante el cuarto trimestre, registrando una expansión del 0,4 % intertrimestral, 1 % interanual. En el conjunto del año, el crecimiento del 2,4 % fue muy inferior al del año previo (5,8 %). Por componentes, el consumo privado se desaceleró moderadamente, pero la inversión cayó un 2 % por la

contracción de la producción minera. La aportación de la demanda externa fue ligeramente positiva, como resultado de la corrección de las importaciones. El déficit por cuenta corriente se redujo en 2014, aunque se situó en el 4,1 % del PIB, en un contexto de deterioro del saldo comercial, que pasó de superávit a déficit por la caída del precio de los metales. En 2015, los indicadores de actividad y de confianza muestran que el crecimiento de la actividad comienza el año en tasas moderadas. Por su parte, la inflación se moderó hasta situarse dentro de la banda objetivo de la autoridad monetaria, registrando en febrero de 2015 una tasa interanual del 2,8 %. El banco central mantuvo los tipos de interés sin cambios, aunque se tomaron algunas medidas macroprudenciales (reducción de los requerimientos de reservas en moneda local de los bancos, e imposición de límites en la operativa de derivados en divisas), en un contexto de depreciación de la moneda. Igualmente, se llevaron a cabo operaciones de venta de dólares para limitar la volatilidad del tipo de cambio, y se comenzó a intervenir a través de un nuevo instrumento, el swap cambiario. Por el lado fiscal, el sector público registró en 2014 un déficit primario equivalente al 0,1 % del PIB.

Con los datos del PIB para el cuarto trimestre aún sin publicar, la economía de Venezuela mostró una evolución muy negativa a lo largo de 2014. La actividad cayó un 4,9 % interanual en el primer semestre del año y un 2,3 % en el tercer trimestre. Por componentes, esta evolución se explica por la fuerte contracción de la inversión (-27,5 % en el primer trimestre y -18 % y -9,3 % en el segundo y tercero, respectivamente), en un contexto de restricción a las importaciones, como consecuencia de la extrema escasez de divisas. La evolución negativa del consumo privado se moderó a lo largo del año, pasando de una caída del 4,2 % en el primer semestre a una del 1,6 % en el tercero, en un contexto en que tanto el mercado laboral como el crédito mostraron aún cierto comportamiento favorable, a pesar de la fuerte caída de los salarios reales. El consumo público se mantuvo como el componente más dinámico, al registrar un crecimiento en el tercer trimestre del 2,1 %. La contracción de las importaciones explica que la aportación de la demanda externa fuese positiva, aunque fuertemente decreciente (de 13,1 pp en el primer trimestre a 2 pp en el tercero). La caída del precio del petróleo explica un descenso de las exportaciones cercano al 10 % en términos nominales. A pesar de ello, el superávit por cuenta corriente se situó en el 3 % del PIB en el tercer trimestre de 2014 (ligeramente superior al 2,3 % de 2013), por la contracción de las importaciones. Las reservas internacionales se situaron en el 6 % del PIB en octubre de 2014, pero las reservas líquidas no alcanzarían los 6 mm de dólares, dado que la mayor parte está materializada en oro. La inflación se disparó hasta el 65 % en diciembre, último dato publicado, como consecuencia de la escasez de divisas para importar, del aumento de la oferta monetaria para financiar el déficit público, y de la depreciación efectiva del tipo de cambio ante el cierre decretado de los mercados SICAD I y SICAD II, y la apertura de un nuevo mercado de divisas paralelo libre (SIMADI), en el que la moneda cotizó un 93 % más devaluada que el tipo de cambio oficial. Las agencias de calificación recortaron el rating soberano del país hasta CCC.

17.4.2015.

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

Introducción

Durante el primer trimestre de 2015 se han publicado varias normas de carácter financiero, que se resumen en este artículo.

Una de las más reseñables es el desarrollo reglamentario de la Ley de Ordenación, Supervisión y Solvencia de Entidades de Crédito, que completa la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de solvencia y supervisión de estas entidades.

En relación con la actividad del Banco Central Europeo (BCE), se han promulgado varias disposiciones relativas a: 1) la creación de un programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos; 2) la información financiera con fines de supervisión que las entidades supervisadas deben facilitar a las autoridades nacionales competentes (ANC); 3) las facultades del BCE para imponer sanciones en materia de supervisión prudencial a las entidades de crédito; 4) la metodología para calcular la tasa de supervisión aplicable a las entidades de crédito; 5) la adaptación de la información estadística a las nuevas tareas atribuidas al BCE en materia de supervisión prudencial de las entidades de crédito, y las exenciones de información a los fondos de inversión; 6) la introducción de ciertos cambios sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera; 7) la creación de un comité deontológico y el establecimiento de su reglamento interno, y 8) el acceso público a los documentos del BCE.

Por su parte, el Banco de España ha determinado la información que las entidades que actúen como proveedores de servicios de pago deben facilitar respecto de las tasas de intercambio y de descuento percibidas en las operaciones de pago.

En el ámbito de la normativa europea se han publicado disposiciones de cierto calado financiero, relacionadas con: 1) el desarrollo de la normativa aplicable al cumplimiento del requisito de cobertura de liquidez de las entidades de crédito; 2) la actualización de las normas sobre la ratio de apalancamiento aplicable a las entidades de crédito y a las ESI; 3) el cálculo y la regulación de las contribuciones a los mecanismos de resolución de las entidades de crédito y de las empresas de servicios de inversión (ESI), y 4) el desarrollo de la normativa de las agencias de calificación crediticia.

En el campo del mercado de valores, se han aprobado dos disposiciones nacionales relacionadas con: 1) las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2015 y enero de 2016, que son habituales en este período, y 2) la modificación del reglamento de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC).

Finalmente, se comentan las novedades relativas a los mecanismos de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social, y la nueva normativa relativa a la desindexación de la economía española.

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

1	Introducción
2	Ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito
2.1	Integración del Banco de España en el MUS
2.2	Régimen jurídico de las entidades de crédito
2.2.1	Autorización, registro y actividad de las entidades de crédito
2.2.2	Régimen de participaciones significativas y estructura del capital
2.2.3	Medidas de gobierno corporativo y política de remuneraciones
2.3	Solvencia de las entidades de crédito
2.3.1	Requisitos de organización, gestión de riesgos y control interno
2.3.2	Adopción de medidas para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia
2.3.3	Colchones de capital
2.4	Supervisión prudencial
2.5	Otras novedades
2.6	Entrada en vigor y régimen transitorio
3	Banco Central Europeo: programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos
4	Banco Central Europeo: presentación de información financiera con fines de supervisión
5	Banco Central Europeo: competencias para imponer sanciones
6	Banco Central Europeo: tasas de supervisión aplicables a las entidades de crédito
7	Banco Central Europeo: información estadística
7.1	Cambios en la obtención de información estadística
7.2	Exenciones de información estadística a los fondos de inversión
8	Banco Central Europeo: contabilidad e información financiera
9	Banco Central Europeo: comité deontológico y su reglamento interno
9.1	Creación y composición
9.2	Nombramiento de los miembros
9.3	Funciones
10	Banco Central Europeo: acceso público a su documentación
11	Banco de España: tasas de descuento y de intercambio percibidas por los proveedores de servicios de pago
12	Cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito
13	Ratio de apalancamiento aplicable a las entidades de crédito y a las ESI
14	Contribuciones a los mecanismos de resolución de las entidades de crédito y de las ESI
14.1	Contribuciones de las entidades a los mecanismos de financiación de resolución
14.2	Aportaciones de las entidades al Fondo
15	Deuda del Estado: condiciones de emisión durante 2015 y enero de 2016
15.1	Letras del Tesoro
15.2	Bonos y obligaciones del Estado
16	Instituciones de inversión colectiva: modificación del reglamento
16.1	Administración de las sociedades de inversión
16.2	Reforzamiento de la protección al inversor
16.3	Régimen de inversiones
16.4	IIC de inversión libre (IICIL)
16.5	SGIIC
16.6	El depositario de IIC
16.7	Normas de conducta y conflictos de intereses
16.8	Otras novedades
17	Agencias de calificación crediticia: desarrollo de la normativa
18	Mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social
18.1	Acuerdo extrajudicial de pagos
18.2	Régimen de exoneración de deudas de las personas físicas
18.3	Protección de deudores hipotecarios
18.4	Medidas fiscales
18.5	Otras novedades
19	Desindexación de la economía española
19.1	Régimen aplicable en el ámbito del sector público
19.2	Régimen aplicable en el ámbito del sector privado

Ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito

Se ha publicado el *Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero (BOE del 14)* (en adelante, el Real Decreto), por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio¹, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. A partir de su entrada en vigor, han quedado derogadas las disposiciones de igual o inferior rango que se opongan a aquél².

El Real Decreto tiene dos objetivos esenciales: por un lado, completar la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva Europea 2013/36 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio³, que forma parte del paquete CRR/CRD IV, sobre normativa de solvencia de entidades de crédito y por el que se adapta e implementa el Acuerdo de Basilea III⁴ al ordenamiento jurídico de la UE. Por otro, refundir y sistematizar en un solo texto la normativa bancaria española, que se encontraba muy dispersa, adaptándola a los requerimientos derivados de la puesta en marcha —el pasado mes de noviembre— del Mecanismo Único de Supervisión (MUS).

La norma se estructura en tres títulos: el régimen de acceso a la actividad de las entidades de crédito, el de solvencia y, por último, el relativo a la supervisión de las entidades de crédito, distinguiendo las competencias y obligaciones atribuidas al BCE y al Banco de España dentro del MUS.

INTEGRACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA EN EL MUS

Las competencias de autorización y supervisión del Banco de España que se recogen en este real decreto se aplicarán en el marco de las atribuidas al BCE y al MUS en la normativa europea, y en particular en el Reglamento (UE) n.º 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, y en el Reglamento (UE) n.º 468/2014 del Banco Central Europeo, de 16 de abril de 2014, por el que se establece el marco de cooperación en el MUS entre el BCE y las autoridades nacionales competentes y con las autoridades nacionales designadas.

Corresponde al BCE autorizar las entidades de crédito, revocar tal autorización y la oposición o no oposición a la adquisición de una participación significativa, en los términos previstos en los reglamentos citados. En estos supuestos, el Banco de España, en tanto que autoridad nacional competente, presentará al BCE proyectos para la concesión de la autorización o para la adquisición de una participación significativa y, en los casos que corresponda, propuestas de revocación de la autorización.

Igualmente, dentro de dicho marco, las competencias en materia de supervisión de las entidades de crédito serán a partir de ahora ejercidas, según corresponda, por el BCE o por el Banco de España, ya que estas responsabilidades se asignan en función del carác-

1 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2014», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2014, Banco de España, pp. 126-138.

2 Especialmente, el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito, y el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, con excepción de aquellas disposiciones relativas a ESI.

3 La Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero; y se derogan la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las ESI y de las entidades de crédito.

4 Dicha adaptación fue iniciada por el Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de las entidades financieras, y por la Ley 10/2014, de 26 de junio.

ter significativo⁵ o menos significativo de las entidades de crédito. De este modo, el BCE ejercerá la supervisión directa de las entidades o grupos de entidades de carácter significativo establecidas en los Estados miembros participantes. Por su parte, el Banco de España ejercerá estas competencias en las entidades que sean menos significativas, sin perjuicio de la facultad del BCE de decidir en casos específicos la supervisión directa de estas últimas cuando sea necesario para la aplicación coherente de las normas de solvencia y supervisión.

RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Autorización, registro y actividad de las entidades de crédito

El Real Decreto establece los requisitos de acceso a la actividad exclusivamente a los bancos, ya que las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito se regirán por su normativa específica. Como se ha mencionado, la autorización le corresponde al BCE a propuesta del Banco de España. Los requisitos para ejercer la actividad son similares a los establecidos en la normativa anterior (Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio), haciendo un mayor hincapié en los exigibles en materia de idoneidad, que son aplicables al consejo de administración y a quienes hayan de ejercer como directores generales o asimilados, así como a los responsables de las funciones de control interno y otros puestos clave para el desarrollo diario de la actividad de la entidad. La valoración de la idoneidad viene determinada por el cumplimiento de los requisitos de honorabilidad comercial y profesional, experiencia y capacidad para ejercer un buen gobierno, en los términos establecidos en la Ley 10/2014, de 26 de junio, que se comentará más adelante.

En lo referente a la denegación de la solicitud de autorización, sin perjuicio de las competencias del BCE al respecto, el Banco de España podrá denegarla si no se cumplen los requisitos establecidos y, en especial, cuando, atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión sana y prudente de la entidad proyectada, no se considere adecuada la idoneidad de los accionistas que vayan a tener una participación significativa⁶ o, en ausencia de accionistas con participación significativa, de los veinte mayores accionistas.

Respecto a las operaciones de modificaciones estructurales, corresponde al ministro de Economía y Competitividad autorizar las operaciones de fusión, escisión o cesión global o parcial de activos y pasivos⁷ en las que intervenga un banco, o cualquier acuerdo que tenga efectos económicos o jurídicos análogos a los anteriores, así como las modificaciones estatutarias que deriven de aquellas.

En lo referente a la actividad transfronteriza, la apertura de sucursales en otros Estados miembros de la Unión Europea por entidades de crédito españolas requiere la previa solicitud al Banco de España, que solo podrá denegarla cuando tenga razones para dudar de

5 Conforme señala el Reglamento (UE) 1024/2013, una entidad supervisada será clasificada como significativa atendiendo a cualquiera de los criterios siguientes: 1) el tamaño, es decir, cuando el valor total de sus activos supere los 30.000 millones de euros o cuando la ratio de sus activos totales respecto del PIB del Estado miembro participante supere el 20 %, a menos que, en este último caso, el valor total de sus activos sea inferior a 5.000 millones de euros; 2) la importancia para la economía de la Unión Europea o de cualquier Estado miembro participante; 3) el carácter significativo de sus actividades transfronterizas; 4) la solicitud de asistencia financiera pública directa del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), o la recepción de dicha asistencia, y 5) el hecho de que se trate de una de las tres entidades de crédito más significativas de un Estado miembro participante.

6 Se entenderá por participación significativa aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos, un 10 % del capital o de los derechos de voto de la entidad, o que, sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la entidad.

7 A los efectos previstos en la norma, se entiende por cesión parcial de activos y pasivos la transmisión en bloque de una o de varias partes del patrimonio de un banco (cada una de las cuales forma una unidad económica) a una o varias sociedades de nueva creación o ya existentes, siempre y cuando la operación no tenga la calificación de escisión o cesión global de activo y pasivo, de acuerdo con la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

la adecuación de las estructuras administrativas o de la situación financiera de la entidad de crédito, o cuando en el programa de actividades presentado se contemplen actividades no autorizadas a la entidad.

Si la apertura de sucursales fuera en Estados no miembros, también se debe solicitar previamente al Banco de España. Se podrá denegar por considerar que la actividad de la sucursal no va a quedar sujeta a un efectivo control por parte de la autoridad supervisora del país de acogida, o por la existencia de obstáculos legales o de otro tipo que impidan o dificulten el control e inspección de la sucursal por el Banco de España.

Por su parte, la libre prestación de servicios en otro Estado (sea o no sea miembro de la Unión Europea) solo exige previa comunicación al Banco de España, indicando las actividades que se propone llevar a cabo de entre las que esté autorizada a realizar.

De forma análoga, se regulan las condiciones de apertura de sucursales en España y la libre prestación de servicios de entidades autorizadas en otro Estado miembro o en terceros países, con las particularidades establecidas en el Real Decreto. En el caso de terceros países la autorización podrá ser denegada, entre otras causas, por aplicación del principio de reciprocidad.

No obstante, estas competencias serán ejercidas por el Banco de España o el BCE de conformidad con lo previsto en el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, y el Reglamento (UE) 468/2014 del Banco Central Europeo, de 16 de abril de 2014.

Finalmente, se regulan las oficinas de representación y los agentes de las entidades de crédito en términos similares a la anterior normativa. Las oficinas de representación son establecimientos dependientes de entidades de crédito autorizadas en otro país, cuya actividad consiste en realizar labores informativas o comerciales sobre cuestiones bancarias, financieras o económicas que sirvan de soporte material a la prestación de servicios sin establecimiento. Por su parte, los agentes de entidades de crédito son personas físicas o jurídicas a las que una entidad de crédito haya otorgado poderes para actuar habitualmente frente a la clientela, en nombre y por cuenta de la entidad mandante, en la negociación o formalización de operaciones típicas de la actividad de una entidad de crédito. Quedan excluidos los mandatarios con poderes para una sola operación específica, y las personas que se encuentren ligadas a la entidad, o a otras entidades de su mismo grupo, por una relación laboral.

Régimen de participaciones significativas y estructura del capital

Se desarrolla ampliamente el régimen de las participaciones significativas, así como el cálculo en su cómputo y las aportaciones de derecho de voto. Igualmente se detalla la información mínima que debe suministrar el adquirente potencial, que será evaluada por el Banco de España⁸. La evaluación atendrá, entre otros, a los siguientes criterios: 1) la honorabilidad comercial y profesional del adquirente potencial; 2) el cumplimiento de los mismos requisitos de idoneidad que los exigidos a los miembros del consejo de administración y directores generales o asimilados que vayan a dirigir la actividad de la entidad de crédito como consecuencia de la adquisición propuesta, y 3) la solvencia financiera del adquirente potencial para atender los compromisos asumidos, en especial en relación con el tipo de actividad que se ejerza o esté previsto ejercer en la entidad de crédito en la que

⁸ El Banco de España establecerá mediante circular una lista con la información que debe suministrar el adquirente potencial, dando publicidad de su contenido en su sitio web.

se propone la adquisición. Por último, el Banco de España elevará su propuesta al BCE, que, en su caso, la aprobará o la denegará finalmente.

Por otro lado, se regula la información sobre la estructura del capital de las entidades de crédito, que deberán comunicar al Banco de España durante el mes siguiente a cada trimestre natural. A tal fin, relacionarán todos los accionistas que tengan la consideración de entidades financieras. Para los restantes, solo relacionarán aquellos que tengan un porcentaje del capital social de la entidad igual o superior al 0,25 % si se trata de bancos, o del 1 % en el caso de cooperativas de crédito.

Medidas de gobierno corporativo y política de remuneraciones

En materia de gobierno corporativo, cabe reseñar las exigencias de idoneidad de los altos cargos⁹, que deberán cumplir los requisitos de honorabilidad, conocimientos, experiencia y buen gobierno establecidos en la Ley 10/2014, de 26 de junio, ampliamente desarrolladas por el Real Decreto. Cabe reseñar que las entidades de crédito deberán identificar los puestos clave para el desarrollo diario de su actividad y los responsables de las funciones de control interno, manteniendo a disposición del Banco de España una relación actualizada de las personas que los desempeñan, la valoración de la idoneidad realizada por la entidad y la documentación que acredite esta. Asimismo, deberán notificarle la propuesta de nombramiento de nuevos miembros del consejo de administración, de directores generales o asimilados tanto de la propia entidad de crédito como, en su caso, de su sociedad dominante.

Las entidades de crédito y las sucursales de entidades de crédito no autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea deberán contar, en condiciones proporcionales al carácter, escala y complejidad de sus actividades, con unidades y procedimientos internos adecuados para llevar a cabo la selección y la evaluación continua de los altos cargos.

En relación con las operaciones financieras de los altos cargos, las entidades de crédito deberán solicitar al Banco de España autorización para la concesión de créditos, avales y garantías a los miembros de su consejo de administración o a sus directores generales o asimilados, salvo en determinadas circunstancias.

En materia de política de remuneraciones, se desarrolla la normativa introducida por la Ley 10/2014. Sin perjuicio de las facultades atribuidas al BCE en esta materia para las entidades significativas, se faculta al Banco de España, entre otros aspectos, para fijar los criterios que permitan que la remuneración variable se reduzca en función de los resultados financieros negativos de las entidades de crédito, o limitar directamente la remuneración variable en forma de porcentaje de los ingresos totales. Estos criterios serán aun más restrictivos en las entidades que hayan percibido apoyo financiero público. Las entidades ofrecerán en su sitio web, de forma clara, comprensible y comparable, la información en materia de gobierno corporativo y remuneraciones prevista en la Ley 10/2014, así como la manera en que cumplen con estas obligaciones.

La información sobre la remuneración devengada en cada ejercicio económico por los miembros del consejo de administración, que también deberán publicar en su sitio web, reflejará la cifra total de la remuneración devengada y un desglose individualizado por conceptos retributivos con referencia al importe de los componentes fijos y dietas, así como a los conceptos retributivos de carácter variable. Esta información contendrá todos

⁹ Los miembros del consejo de administración, los directores generales o asimilados y los responsables de las funciones de control interno y otros puestos clave para el desarrollo diario de la actividad de la entidad de crédito.

los conceptos retributivos devengados, cualquiera que sea su naturaleza o la entidad del grupo que lo satisfaga, incluso las retribuciones devengadas por los miembros del consejo de administración por su pertenencia a consejos en otras sociedades del grupo o participadas en que actúe en representación del grupo.

En relación con la política de vigilancia de las políticas remunerativas, cabe reseñar que, además de la información sobre el número de personas físicas que reciban remuneraciones de un millón de euros o más por ejercicio, se incluirán sus responsabilidades en el cargo que ocupan, el ámbito de negocio implicado y los principales componentes del sueldo, los incentivos, las primas a largo plazo y la contribución a la pensión.

Por otro lado, se regulan el comité de nombramientos, el comité de remuneraciones y el comité de riesgos que las entidades de crédito deberán constituir, que estarán integrados por miembros del consejo de administración que no desempeñen funciones ejecutivas en la entidad. Entre las funciones del comité de nombramientos, le corresponde la evaluación periódica (al menos una vez al año) de la idoneidad de los diversos miembros del consejo de administración, así como de la estructura, el tamaño, la composición y la actuación del consejo de administración, haciendo recomendaciones a este con respecto a posibles cambios.

El comité de remuneraciones se encargará de la preparación de las decisiones relativas a las remuneraciones, incluidas las que tengan repercusiones para el riesgo y la gestión de riesgos de la entidad de que se trate, que deberá adoptar el consejo de administración. En particular, deberá informar de la política general de retribuciones de los miembros del consejo de administración, directores generales o asimilados, así como la retribución individual y las demás condiciones contractuales de los miembros del consejo de administración que desempeñen funciones ejecutivas, y velará por su observancia.

Finalmente, entre las funciones que le corresponden al comité de riesgos, le compete asesorar al consejo de administración sobre la propensión global al riesgo, actual y futura, de la entidad y su estrategia en este ámbito, y asistirle en la vigilancia de la aplicación de esa estrategia.

SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Requisitos de organización, gestión de riesgos y control interno

El Real Decreto exige a las entidades de crédito que cuenten con sistemas, procedimientos y mecanismos de gestión de riesgos, conforme establece la Ley 10/2014, sin perjuicio de las competencias en materia de solvencia de las entidades de crédito significativas, que serán ejercidas por el BCE. A tal efecto, deberán:

- a) Contar con una estructura organizativa adecuada a la naturaleza de sus actividades y con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes.
- b) Disponer de una función de auditoría interna que vele por el buen funcionamiento de los sistemas de información y control interno.
- c) Contar con una unidad que desempeñe la función del cumplimiento normativo, que debe tener carácter integral, comprendiendo, entre otras, las obligaciones establecidas por la normativa de prevención del blanqueo de capitales.

Por otro lado, se desarrolla el proceso de *autoevaluación del capital* previsto en la Ley 10/2014, que se llevará a cabo en base individual, subconsolidada o consolidada, según

proceda, atendiendo a la naturaleza, escala y complejidad de sus actividades, que debe contar, entre otros aspectos, con estrategias y procedimientos adecuados para cubrir los principales riesgos¹⁰ a los que está sujeta su actividad, y que se resumirán en un *informe anual de autoevaluación del capital interno* que se remitirá al Banco de España antes del 30 de abril de cada ejercicio, o en un plazo menor cuando así se considere necesario.

Adopción de medidas para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia

Similar a la normativa anterior, cuando una entidad de crédito o un grupo, o subgrupo, consolidable de entidades de crédito presente un déficit de recursos propios computables respecto de los exigidos por la normativa de solvencia, se informará de ello al Banco de España y presentará en el plazo de un mes un programa en el que se concreten los planes para retornar al cumplimiento. Dicho programa deberá ser aprobado por el Banco de España, que podrá incluir las modificaciones o medidas adicionales que considere necesarias para garantizar el retorno a los niveles mínimos de recursos propios exigibles.

También deberán presentar un programa para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia cuando el Banco de España obligue a mantener recursos propios adicionales a los exigidos con carácter de mínimo, o cuando se rebasen los límites a los grandes riesgos establecidos en el Reglamento (UE) 575/2013, de 26 de junio¹¹, incluso cuando sea por causa de una reducción sobrevenida de los recursos propios computables.

Colchones de capital

Las entidades de crédito deberán disponer de un capital ordinario de nivel 1¹² para satisfacer los requisitos de recursos propios establecidos en el Reglamento (UE) 575/2013¹³, y aquellos otros que, en su caso, pueda exigir el Banco de España, de acuerdo con lo establecido en la Ley 10/2014, de 26 de junio¹⁴. Además, deberán cumplir, en todo momento, el requisito combinado de colchones de capital, entendido como el total del capital de nivel 1 ordinario necesario para satisfacer cada uno de los colchones siguientes:

- 1) Colchón de conservación de capital para pérdidas inesperadas formado por capital de nivel 1 ordinario equivalente al 2,5 % del importe total de su exposición al riesgo, que deberá cumplirse de manera individual y consolidada¹⁵.
- 2) Colchón de capital anticíclico específico, en términos de capital de nivel 1 ordinario calculado específicamente para cada entidad o grupo, equivalente al importe total de exposición al riesgo, multiplicado por un porcentaje. Dicho porcentaje será la media ponderada de los porcentajes de colchones anticíclicos

¹⁰ Entre otros, los siguientes riesgos: de crédito y de contraparte; de concentración; de titulización; de mercado; operacional; de liquidez; de tipos de interés derivado de actividades ajenas a la cartera de negociación, y de apalancamiento excesivo.

¹¹ El Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, a las entidades de contrapartida central y a los registros de operaciones. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2013», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2013, Banco de España, pp. 170-185.

¹² El capital de nivel 1 ordinario está integrado, fundamentalmente, por el capital, las ganancias actuales y acumuladas, y otras reservas y los fondos para riesgos bancarios generales cuando puedan ser utilizados inmediatamente y sin restricción por las entidades de crédito para la cobertura de riesgos o de pérdidas en cuanto se produzcan estos. De la suma de estas cantidades, se deducen determinadas partidas (pérdidas en curso, activos intangibles, autocartera, etc.), en los términos que establece el Reglamento (UE) 575/2013.

¹³ Entre otros aspectos, una ratio de capital de nivel 1 ordinario del 4,5 %, que es equivalente al capital de nivel 1 ordinario de la entidad expresado en porcentaje sobre el importe total de la exposición en riesgo exposición en riesgo.

¹⁴ En ese apartado se prevé que, en determinadas circunstancias (por ejemplo, incumplimiento de la normativa de solvencia o la existencia de razones fundadas de que se vaya a incumplir), el Banco de España podrá exigir un volumen de recursos propios superiores a los exigidos en el Reglamento (UE) 575/2013.

¹⁵ La Ley 10/2014 establece un régimen transitorio conforme al siguiente calendario: 0,625 % durante 2016; 1,25 % durante 2017; 1,875 % durante 2018, y 2,5 % a partir de 2019.

que sean de aplicación en los territorios en que estén ubicadas las exposiciones crediticias de la entidad, que deberá cumplirse de manera individual y consolidada. Respecto a las exposiciones ubicadas en nuestro país, corresponderá al Banco de España la fijación de su porcentaje, que lo revisará con periodicidad trimestral, y que puede situarse entre el 0 % y el 2,5 %, aunque, en determinadas circunstancias, podría ser superior¹⁶.

- 3) Colchón de capital para entidades de importancia sistémica mundial (EISM), que estará comprendido entre el 1 % y el 3,5 % del importe total de exposición al riesgo, en función del carácter más o menos sistémico de la entidad a la que se aplique. Las EISM serán identificadas por el Banco de España a efectos de la aplicación de dicho colchón¹⁷.
- 4) Colchón para otras entidades de importancia sistémica (OEIS), lo que otorga cierta discrecionalidad al Banco de España para exigir a determinadas entidades que dispongan de este colchón, que puede llegar a un 2 % del importe total de exposición al riesgo, atendiendo a los criterios para la identificación de la OEIS. El colchón para OEIS no deberá suponer perjuicios desproporcionados para el conjunto o partes del sistema financiero de otros Estados miembros de la Unión Europea o de esta en su conjunto, de modo que se forme o se cree un obstáculo al funcionamiento del mercado interior. Será revisado, al menos, una vez al año. Las OEIS también serán identificadas por el Banco de España a efectos de la aplicación de dicho colchón.
- 5) Colchón contra riesgos sistémicos de, al menos, un 1 % del capital de nivel 1 ordinario, con el fin de prevenir o evitar los riesgos sistémicos o macroprudenciales acíclicos a largo plazo, que podrían producir una perturbación en el sistema financiero con consecuencias negativas graves en dicho sistema y en la economía real. El Banco de España podrá exigir que las entidades mantengan el colchón contra riesgos sistémicos tanto en base individual como consolidada. El colchón se fijará por escalones de ajuste gradual o acelerado de 0,5 puntos porcentuales, pudiendo establecerse requisitos diferentes para diferentes subsectores del sector, conforme a lo que determine el Banco de España. Podrá aplicarse a todas o a algunas de las exposiciones situadas en España o en el Estado miembro que fije dicho colchón, y a las exposiciones en terceros países, con los límites que reglamentariamente se determinen. El Banco de España podrá exigir a las entidades de crédito el porcentaje de colchón contra riesgos sistémicos fijado por las autoridades competentes de otros Estados para las exposiciones en dichos Estados, que puede alcanzar un nivel de hasta el 5 %, conforme a lo previsto en el artículo 133 de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013¹⁸. Al igual que el anterior, este colchón no deberá suponer perjuicios desproporcionados para el conjunto o partes del sistema financiero de otros Estados miembros de la Unión Europea o de esta en su conjunto, de modo que se forme o se cree un obstáculo al funcionamiento del mercado interior. Será revisado, al menos, una vez al año. Asimismo,

¹⁶ Se le aplica el mismo régimen transitorio que para el colchón de conservación de capital.

¹⁷ La Ley 10/2014 establece un régimen transitorio conforme al siguiente calendario: 25 % en 2016, 50 % en 2017, 75 % en 2018 y 100 % a partir de 2019.

¹⁸ La Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las ESIs, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

es establece el procedimiento de fijación de dicho colchón, así como su publicación en un sitio web adecuado.

En caso de incumplimiento del requisito combinado de colchones de capital, se establecen una serie de limitaciones en la distribución del capital de nivel 1 ordinario, para lo cual las entidades deberán calcular el importe máximo distribuible, conforme lo especifique el Banco de España. Igualmente, deberán elaborar un plan de conservación del capital y lo presentarán al Banco de España, cuyo contenido se detalla en la norma.

SUPERVISIÓN PRUDENCIAL

Como ya se ha mencionado, el BCE tiene competencias de supervisión directa sobre las entidades más significativas, y el Banco de España, sobre las menos significativas. Sin perjuicio de ello, el Real Decreto detalla el contenido de la función supervisora del Banco de España, en su ámbito tanto objetivo como subjetivo, el régimen de colaboración entre las diferentes autoridades de supervisión y las obligaciones de información y publicidad del Banco de España y de las entidades de crédito.

En relación con el *ámbito objetivo*, el Banco de España someterá a revisión los sistemas, estrategias, procedimientos y mecanismos aplicados por las entidades, a fin de dar cumplimiento a lo dispuesto en la normativa de solvencia, y evaluará: 1) los riesgos a los cuales las entidades y sus grupos consolidables están o podrían estar expuestas; 2) los riesgos que una entidad supone para el sistema financiero, teniendo en cuenta la determinación y medición del riesgo sistémico o las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, y 3) los riesgos que se hayan puesto de manifiesto en las pruebas de resistencia. A partir de dicha revisión y la correspondiente evaluación, el Banco de España determinará si los sistemas, estrategias, procedimientos y mecanismos empleados por las entidades, y los fondos propios y la liquidez mantenidos por ellas, garantizan una gestión y cobertura sólida de sus riesgos.

Por otro lado, el Banco de España promoverá que las entidades, teniendo en cuenta su tamaño, su organización interna y la naturaleza, dimensión y complejidad de sus actividades, desarrollen capacidades de evaluación interna del riesgo específico y utilicen, en mayor medida, métodos internos para el cálculo de sus requerimientos de recursos propios por riesgo específico de los instrumentos de deuda de la cartera de negociación, así como para el cálculo de los requerimientos de recursos propios por riesgo de impago y de migración. Dichos métodos serán previamente autorizados por el Banco de España, que los someterá a revisión regularmente (al menos, cada tres años).

En lo referente al *ámbito subjetivo* de la función supervisora, sin perjuicio de las competencias atribuidas al BCE, le corresponde al Banco de España la supervisión en base consolidada de las entidades de crédito, y de sus grupos con matriz en España, y las sucursales de entidades de crédito de Estados no miembros de la Unión Europea. Asimismo, cuando la empresa matriz de una o de varias entidades de crédito sea una sociedad financiera de cartera o una sociedad financiera mixta de cartera, el Banco de España, como responsable de la autorización y de la supervisión de dichas entidades de crédito, supervisará a dicha sociedad, con los límites y especificidades que se determinen en el Real Decreto. También le corresponde la supervisión de los sistemas institucionales de protección.

Respecto a la *colaboración con autoridades supervisoras* de otros países, el Banco de España facilitará la información pertinente que le sea solicitada por dichas autoridades y, en todo caso, de oficio, aquella información que pueda influir de forma significativa en la evaluación de la solidez financiera de una entidad de crédito o una entidad financiera de

otro Estado. También facilitará a la Autoridad Bancaria Europea toda la información que esta necesite para llevar a cabo las tareas que tiene encomendadas.

En el marco de la supervisión de la actividad de las entidades españolas que operen a través de una sucursal en otros países, el Banco de España también colaborará estrechamente con las autoridades competentes de tales países. Especialmente, comunicará toda la información pertinente; en particular, en materia de liquidez, solvencia, garantía de depósitos, limitación de grandes riesgos, otros factores que puedan influir en el riesgo sistémico planteado por la entidad, organización administrativa y contable, y mecanismos de control interno. Asimismo, llegado el caso, el Banco de España, tras consultar a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, podrá llevar a cabo comprobaciones *in situ*. Dicha comprobación podrá también llevarse a cabo a través de las autoridades competentes del Estado miembro donde opere la sucursal o través de auditores de cuentas o peritos.

Asimismo se delimitan las capacidades supervisoras del Banco de España en relación con las sucursales cuya entidad matriz ha sido autorizada y es supervisada en otro Estado miembro. En caso de que supervise una filial dentro de un grupo o de la propia matriz de un grupo, es necesario garantizar la coordinación con otros supervisores y arbitrar mecanismos, tales como la toma de decisiones conjuntas o la formación de colegios de supervisores que permitan tomar decisiones coherentes y eficaces para todo el grupo.

En lo concerniente a las *obligaciones de información y publicidad*, el Banco de España deberá publicar en su sitio web, entre otros aspectos: 1) las orientaciones generales adoptadas en el ámbito de la normativa de solvencia; 2) el modo en que se han ejercido las opciones y facultades que ofrece el derecho de la Unión Europea, y 3) los criterios y metodología seguidos por el propio Banco de España para revisar los acuerdos, estrategias, procedimientos y mecanismos aplicados por las entidades y sus grupos a fin de dar cumplimiento a la normativa de solvencia y evaluar los riesgos a los que aquellas están o podrían estar expuestas.

Por su parte, los grupos consolidables de entidades de crédito y las entidades de crédito no integradas en uno de estos grupos consolidables harán pública (con frecuencia, al menos, anual) información concreta sobre aquellos datos de su situación financiera y actividad en los que el mercado y otras partes interesadas puedan tener interés, con el fin de evaluar los riesgos a los que se enfrentan, su estrategia de mercado, su control de riesgos, su organización interna y su situación, al objeto de dar cumplimiento a las exigencias mínimas de recursos propios previstas en la normativa de solvencia, que recogerán en un solo documento, denominado *Información con relevancia prudencial*.

OTRAS NOVEDADES

Se permite la transformación en un banco exclusivamente a las cooperativas de crédito y a los establecimientos financieros de crédito ya constituidos. Para obtener la autorización será necesario cumplir los requisitos previstos en el Real Decreto. Respecto al capital mínimo exigido, se entenderá cumplido siempre que la suma del patrimonio neto resultante del balance correspondiente al año anterior a la solicitud de transformación, que necesariamente habrá de estar auditado, y de las aportaciones en efectivo alcancen 18 millones de euros.

Se especifica el número de personas que deben poseer conocimientos y experiencia específicos en materia financiera en la composición del patronato de las fundaciones bancarias¹⁹. Así, este tipo de personas integrarán el patronato de acuerdo con los siguientes

¹⁹ Conforme a lo previsto en la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias.

porcentajes: 1) con carácter general, al menos, un quinto del número de miembros del patronato; 2) en el caso de fundaciones bancarias que posean una participación igual o superior al 30 % del capital en una entidad de crédito, al menos, un tercio del número de miembros del patronato, y 3) si la participación es igual o superior al 50 % o que les permita el control de la entidad, al menos, la mitad del número de miembros del patronato. Además, dichos patronos deberán reunir los requisitos de idoneidad similares a los exigidos a los miembros del órgano de administración y cargos equivalentes de las entidades de crédito.

Se modifica el reglamento de desarrollo de la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de cooperativas de crédito, aprobado por Real Decreto 84/1993, de 22 de enero, para adaptarlo a la normativa europea, en términos similares a los bancos, respetando la singularidad de estas entidades. En concreto, se adapta el régimen de autorizaciones, revocación y caducidad.

Se modifica el reparto de representantes de las entidades adheridas en la comisión gestora del Fondo de Garantía de Depósitos, conforme a lo previsto en el Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, que se distribuirá entre las distintas asociaciones representativas de estas entidades de modo proporcional al volumen de depósitos garantizados de sus representadas.

Se modifica el Real Decreto 2660/1998, de 14 de diciembre, sobre el cambio de moneda extranjera en establecimientos abiertos al público distintos de las entidades de crédito. Su principal objetivo es eliminar todas las menciones a la gestión de transferencias, al ser esta un servicio de pago con reserva de actividad para los proveedores de servicios de pago definidos en la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago. De este modo, las funciones de los establecimientos de cambio de moneda extranjera quedan reducidas a la compra o venta de billetes extranjeros y cheques de viajero. En relación con los requisitos para obtener la autorización, cabe reseñar, entre otros aspectos, las exigencias de idoneidad de los miembros del consejo de administración, así como de los directores generales o asimilados y de los responsables de las funciones de control interno y otros puestos clave para el desarrollo diario de la actividad de la entidad de forma similar a los exigidos para los bancos.

Por último, se modifica el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero, para completar la transposición de la Directiva 2011/89/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, por la que se modifican las directivas 98/78/CE, 2002/87/CE, 2006/48/CE y 2009/138/CE, en lo relativo a la supervisión adicional de las entidades financieras que formen parte de un conglomerado financiero. A destacar, en este último apartado, la supresión del método de cálculo de los requerimientos de adecuación del capital de las entidades reguladas del conglomerado financiero denominado «valor contable/deducción de los requisitos».

ENTRADA EN VIGOR Y RÉGIMEN TRANSITORIO

La norma entró en vigor al día siguiente de su publicación en el *BOE*, excepto la obligación de las entidades de proporcionar en su sitio web la información sobre gobierno corporativo y política de remuneraciones. Para ello, dispondrán de un plazo de tres meses, a contar desde la fecha en que el Banco de España publique los desarrollos previstos.

En cuanto a su régimen transitorio, en tanto la legislación española no prevea la creación de una autoridad macroprudencial específica, el Banco de España será la autoridad competente

para la aplicación del artículo 458 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junio, relativo al riesgo macroprudencial o sistemático observado en un Estado miembro.

Asimismo, hasta la creación de una autoridad macroprudencial específica, los incrementos que podrá aplicar el Banco de España a determinadas ponderaciones por riesgo o a límites a los grandes riesgos serán del 25 % y del 15 %, como máximo, respectivamente.

BCE: programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos

Se ha publicado la *Decisión (UE) 2015/5 (BCE/2014/45), de 19 de noviembre de 2014 (DOUE del 6 de enero)* (en adelante, la Decisión), que entró en vigor el 7 de enero, sobre la ejecución del programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos.

El programa tiene como objetivo la mejora de la transmisión de la política monetaria y la promoción del crédito en la zona del euro.

Entre los requisitos de los bonos de titulización, además de las exigencias de calidad crediticia establecidas en la norma, cabe reseñar que, al menos, el 90 % de los deudores de los activos que generan los flujos financieros que respaldan a dichos bonos deben estar clasificados como sociedades no financieras del sector privado o personas físicas. Adicionalmente, cuando los deudores de los activos que respaldan a los bonos de titulización se hayan constituido o residan en Grecia o en Chipre, serán de aplicación requisitos especiales.

Antes de adquirir un bono de titulización de activos que cumpla los requisitos de admisibilidad, el BCE llevará a cabo respecto de aquél una evaluación del riesgo de crédito y un ejercicio de diligencia debida.

Respecto a las entidades de contrapartida, serán admisibles conforme al programa, tanto para las operaciones simples como para las operaciones de préstamo de valores en relación con bonos de titulización de activos, las siguientes:

- 1) Las que participen en operaciones de política monetaria del Eurosistema.
- 2) Las utilizadas por los BCN para invertir sus carteras de inversión denominadas en euros.
- 3) Las que el Consejo de Gobierno considere admisibles para efectuar operaciones simples en función de una evaluación del riesgo efectuada por el BCE.

Finalmente, al amparo de este programa no podrá adquirirse ni mantenerse, en ningún momento, más del 70 % del saldo vivo de un tramo de un bono de titulización admisible (con código ISIN idéntico o fungible). Si el bono de titulización admisible (con código ISIN idéntico o fungible) se ha constituido en Grecia o Chipre, el límite será del 30 % del saldo vivo.

BCE: presentación de información financiera con fines de supervisión

Se ha publicado el *Reglamento (UE) 2015/534 (BCE/2015/13), de 17 de marzo de 2015 (DOUE del 31 de marzo)* (en adelante, el Reglamento), que entró en vigor el 1 de abril, sobre la presentación de información financiera con fines de supervisión.

El Reglamento forma parte de un conjunto de disposiciones del BCE que desarrollan determinados aspectos de la normativa del MUS, recogida en el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre (conocido como Reglamento del MUS), y en el Reglamento

(UE) 468/2014 del BCE²⁰, de 16 de abril (conocido como Reglamento Marco del MUS), en relación con la presentación de información financiera con fines de supervisión que las entidades supervisadas deben facilitar a las ANC.

En concreto, el Reglamento complementa la Decisión BCE/2014/29, de 2 de julio de 2014, sobre la presentación al BCE de los datos de supervisión transmitidos por las entidades supervisadas, conforme al Reglamento de Ejecución (UE) 680/2014 de la Comisión²¹. Así, determina la información financiera con fines de supervisión²² que deben presentar a las ANC los siguientes grupos y entidades:

- 1) Los grupos supervisados (significativos y menos significativos) que apliquen las normas internacionales de contabilidad de acuerdo con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y de Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad, incluidos los subgrupos de aquellos.
- 2) Los grupos supervisados distintos de los anteriores que estén sujetos a regímenes nacionales de contabilidad sobre la base de la Directiva 86/635/CEE del Consejo, de 8 de diciembre de 1986, sobre las cuentas anuales y cuentas consolidadas de los bancos y de otras entidades financieras, incluidos los subgrupos de aquellos.
- 3) Los grupos supervisados significativos en relación con las filiales establecidas en un Estado miembro no participante o en un tercer país.
- 4) Las entidades supervisadas significativas y menos significativas, incluidas las sucursales establecidas en un Estado miembro participante pertenecientes a una entidad de crédito establecida en un Estado miembro no participante.

Las entidades supervisadas a las que se conceda una exención respecto de la aplicación de los requisitos prudenciales de forma individual no estarán obligadas a presentar información financiera de acuerdo con el Reglamento.

Asimismo, esta disposición no afectará a las normas de contabilidad que apliquen las entidades y grupos supervisados en sus cuentas consolidadas o en sus cuentas anuales. Solo deberán presentar información relativa a las normas de valoración, incluidos los métodos de estimación de las pérdidas por riesgo de crédito, existentes conforme a las normas de contabilidad pertinentes y efectivamente aplicadas por la entidad o grupo supervisado de que se trate. A estos efectos, se facilitan en el Reglamento plantillas específicas para las entidades y grupos supervisados que apliquen regímenes nacionales de contabilidad sobre la base de la Directiva 86/635/CEE.

20 El Reglamento (UE) 468/2014 (BCE/2014/17), de 16 de abril, que establece el marco de cooperación en el MUS entre el BCE y las ANC. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2014», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2014, Banco de España, pp. 138-144.

21 El Reglamento de Ejecución (UE) 680/2014 de la Comisión, de 16 de abril, establece requisitos uniformes para todas las entidades sujetas al Reglamento (UE) 575/2013 referentes a la presentación con fines de supervisión a las ANC de información sobre determinados ámbitos; entre ellos, información financiera en base consolidada. La Decisión BCE/2014/29 especifica, entre otros aspectos, los formatos, la periodicidad y el calendario de la presentación de información, así como los detalles acerca de las comprobaciones de calidad de los datos que han de efectuar las ANC antes de presentar la información al BCE, conforme al citado Reglamento de Ejecución.

22 En particular, se especifican los formatos, frecuencias, fechas de referencia y plazos de presentación de la información.

Finalmente, las sucursales establecidas en un Estado miembro participante pertenecientes a una entidad de crédito establecida en un Estado miembro no participante podrán presentar la información que estén obligadas a presentar por el Reglamento a la ANC correspondiente por medio de su entidad matriz.

BCE: competencias para imponer sanciones

Se ha publicado el *Reglamento (UE) 2015/159 del Consejo, de 27 de enero de 2015 (DOUE del 3 de febrero)* (en adelante, el Reglamento), cuya entrada en vigor fue el 4 de febrero, que modifica el Reglamento (CE) 2532/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998, sobre las competencias del BCE para imponer sanciones.

El objetivo del Reglamento es adecuar el Reglamento (CE) 2532/98²³ en lo que respecta a la imposición de sanciones por el BCE en caso de infracción de sus reglamentos o decisiones relacionados con sus funciones de supervisión prudencial de las entidades de crédito, asignadas por el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013.

Se establecen normas específicas sobre los límites de las multas y pagos periódicos coercitivos que puede imponer el BCE en el ejercicio de estas funciones:

- 1) Multas: el límite máximo será igual al doble del importe del beneficio obtenido o la pérdida evitada mediante la infracción, si dicho beneficio o pérdida puede determinarse, o el 10 % del volumen de negocios total anual de la empresa.
- 2) Pagos periódicos coercitivos o multas coercitivas: el límite máximo será igual al 5 % del volumen de negocios medio diario por cada día de infracción. Los pagos periódicos coercitivos podrán imponerse por un período máximo de seis meses desde la fecha estipulada en la decisión que los imponga.

Por otro lado, se introduce un conjunto de normas específicas de procedimiento para la imposición de las sanciones. Se inician con las investigaciones pertinentes cuando se sospecha que se ha cometido o está cometiendo una o varias infracciones en materia de supervisión. Una vez concluida la investigación, el BCE notificará por escrito a la entidad las conclusiones de la investigación realizada y las objeciones formuladas en su contra, la cual tiene un plazo determinado para formular las alegaciones que estime oportunas. Llegado el caso, el Consejo de Supervisión propondrá al Consejo de Gobierno un proyecto completo de decisión en la que se determine si la entidad ha cometido o no una infracción y se especifiquen las sanciones que deban imponerse.

Por último, se establecen los plazos específicos para la prescripción de las sanciones que imponga el BCE en el ejercicio de sus funciones de supervisión, que lo harán a los cinco años de la comisión de la infracción o, si esta es de carácter continuado, a los cinco años de haber cesado la infracción, salvo que el BCE adopte cualquier medida para interrumpir la prescripción.

BCE: tasas de supervisión aplicables a las entidades de crédito

Se ha publicado la *Decisión (UE) 2015/530 (BCE/2015/7), de 11 de febrero de 2015 (DOUE del 28 de marzo)* (en adelante, la Decisión), que entró en vigor el 29 de marzo, sobre la metodología y los procedimientos para la determinación y recopilación de datos relativos a los factores utilizados para calcular las tasas de supervisión anuales que

²³ Hasta ahora, el Reglamento (CE) 2532/98 faculta al BCE para imponer sanciones en diversos ámbitos de su competencia; en particular, la ejecución de la política monetaria de la Unión Europea, el funcionamiento de los sistemas de pago y la recopilación de información estadística.

deben exigirse a las entidades de crédito, conforme a lo ordenado por el Reglamento (UE) 1163/2014 (BCE/2014/41)²⁴.

En este sentido, las entidades deberán presentar los datos relativos a los factores de la tasa a las ANC, utilizando las plantillas que figuran en los anejos de la Decisión. Por otro lado, se especifican la periodicidad y el calendario de dicha presentación, así como los tipos de comprobaciones de calidad que han de efectuar las ANC antes de presentar los factores de la tasa al BCE. Una vez que el BCE finalice las verificaciones correspondientes, los factores de la tasa se aplicarán en el cálculo de las tasas anuales de supervisión.

BCE: información estadística

En relación con este asunto, se han publicado dos disposiciones: el *Reglamento (UE) 2015/373 del Consejo, de 5 de marzo de 2015 (DOUE del 7 de marzo)* (en adelante, el Reglamento), cuya entrada en vigor fue el 8 de marzo, que introduce ciertas modificaciones en el Reglamento (CE) 2533/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998, sobre la obtención de información estadística por el BCE; y la *Decisión (UE) 2015/32 (BCE/2014/62), de 29 de diciembre de 2014 (DOUE del 9 de enero)* (en adelante, la Decisión), cuya entrada en vigor fue el 9 de enero, acerca de las exenciones que pueden concederse en virtud del Reglamento (UE) 1073/2013, de 18 de octubre de 2013, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión.

CAMBIOS EN LA OBTENCIÓN DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA

Los cambios introducidos en el Reglamento (CE) 2533/98, sobre la obtención de información estadística, vienen derivados de las tareas atribuidas al BCE en materia de supervisión prudencial de las entidades de crédito en la Unión Europea y en los distintos Estados miembros, conforme a lo regulado en el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013.

Así, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) podrá transmitir información estadística confidencial a las autoridades u organismos de los Estados miembros y de la Unión Europea encargados de la supervisión de las instituciones, mercados e infraestructuras financieros o de la estabilidad del sistema financiero, y al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) únicamente en la medida y con la especificidad necesarias para el ejercicio de sus funciones respectivas. Al transmitir información estadística confidencial, el SEBC adoptará todas las medidas reglamentarias, administrativas, técnicas y organizativas necesarias para garantizar la protección física de la información estadística confidencial.

Por su parte, las autoridades u organismos que reciban información estadística confidencial adoptarán las medidas reglamentarias, administrativas, técnicas y organizativas necesarias para garantizar la protección física y lógica de la información estadística confidencial.

EXENCIONES DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA A LOS FONDOS DE INVERSIÓN

El Reglamento (UE) 1073/2013 prevé la posibilidad de conceder una exención a las exigencias de presentación de información estadística para aquellas categorías de fondos de inversión a cuyos Estados miembros respectivos permitan la valoración de sus activos con

²⁴ El Reglamento (UE) 1163/2014 del BCE (BCE/2014/41), de 22 de octubre de 2014, sobre las tasas de supervisión aplicables a las entidades de crédito, establece, entre otros aspectos: 1) las normas para calcular el importe total de las tasas anuales de supervisión que deban imponerse a las entidades y grupos supervisados; 2) la metodología y los criterios de su cálculo, y 3) el procedimiento de cobro por el BCE de las citadas tasas, de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2014, Boletín Económico, enero de 2015, Banco de España, pp. 70 y 71.

frecuencia inferior a la trimestral²⁵. Asimismo, faculta al Consejo de Gobierno del BCE para que decida discrecionalmente las clases de fondos de inversión a las que los BCN pueden conceder dicha exención. Este es el objetivo de la Decisión (UE) 2015/32, que, en su anexo, recoge expresamente las citadas clases de fondos de cada uno de los Estados miembros.

BCE: contabilidad e información financiera

Se han publicado la *Orientación (UE) 2015/426 (BCE/2014/54), de 15 de diciembre de 2014 (DOUE del 13 de marzo)* (en adelante, la Orientación), que modifica la Orientación BCE/2010/20, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el SEBC; y la *Decisión (UE) 2015/425 (BCE/2014/55), de 15 de diciembre de 2014 (DOUE del 13 de marzo)* (en adelante, la Orientación), que modifica la Decisión BCE/2010/21, sobre las cuentas anuales del BCE. Ambas normas, que entraron en vigor el pasado 31 de diciembre, incorporan ciertas aclaraciones técnicas en el método de valoración de los valores mantenidos con fines de política monetaria, sobre todo a raíz de la adopción de las decisiones BCE/2014/40, de 15 de octubre de 2014, sobre la ejecución del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, y BCE/2014/45, de 19 de noviembre de 2014, sobre la ejecución del programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos (antes comentada), además de introducir otros cambios técnicos de menor relevancia.

BCE: comité deontológico y su reglamento interno

Se ha publicado la *Decisión (UE) 2015/433 (BCE/2014/59), de 17 de diciembre de 2014 (DOUE del 14 de marzo)* (en adelante, la Decisión), que entró en vigor el 15 de marzo, sobre el establecimiento de un comité deontológico y su reglamento interno.

CREACIÓN Y COMPOSICIÓN

La Decisión crea el comité deontológico, que estará formado por tres miembros externos, al menos uno de los cuales será miembro externo del comité de auditoría.

Los miembros del comité deontológico serán personas de excelente reputación de los Estados miembros, cuya independencia esté fuera de duda, y que comprendan perfectamente los objetivos, funciones y gobierno del BCE, del SEBC, del Eurosistema y del MUS. No podrán pertenecer al personal del BCE ni ser miembros de los órganos que participan en los procesos de toma de decisiones del BCE, de los BCN o de las ANC.

NOMBRAMIENTO DE LOS MIEMBROS

El Consejo de Gobierno nombrará a los miembros del comité deontológico, y este elegirá entre sus integrantes a su presidente. La duración del mandato de los miembros será de tres años y podrá renovarse una sola vez, y su remuneración también será fijada por el Consejo de Gobierno del BCE.

Los miembros del comité deontológico observarán el máximo nivel de conducta ética, deberán actuar con rectitud, independencia, imparcialidad y discreción, y sin atender a su propio interés, y deberán evitar cualquier situación que pueda dar lugar a un conflicto de intereses. Los miembros del comité deontológico se abstendrán de participar en las deliberaciones en los casos que puedan dar lugar a un conflicto personal de intereses. Además, estarán sujetos a la obligación de secreto profesional, incluso después de haber cesado en su cargo.

FUNCIONES

El comité deontológico proporcionará asesoramiento en cuestiones deontológicas en respuesta a solicitudes concretas en relación con los actos jurídicos que adopte el BCE. Asumirá las funciones asignadas al asesor en cuestiones deontológicas, nombrado conforme al código de conducta de los miembros del Consejo de Gobierno, y las funciones

²⁵ No obstante, dichos fondos debían seguir cumpliendo las exigencias generales de información estadística con una frecuencia compatible con sus obligaciones contables respecto del momento de valoración de sus activos.

asignadas al responsable de asuntos éticos del BCE, conforme al código suplementario de criterios éticos aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo. Igualmente informará al comité de auditoría del asesoramiento proporcionado y de la medida en que este se haya puesto en práctica.

Además, podrá llevar a cabo otras actividades relacionadas con su mandato a solicitud del Consejo de Gobierno. Finalmente, presentará a dicho Consejo un informe anual sobre su labor.

BCE: acceso público a su documentación

Se ha publicado la *Decisión (UE) 2015/529 (BCE/2015/1), de 21 de enero de 2015 (DOUE* del 28 de marzo) (en adelante, la Decisión), que entró en vigor el 29 de marzo, por la que se modifica la Decisión BCE/2004/3, de 4 de marzo de 2004, relativa al acceso público a los documentos del BCE, es decir, a los documentos que el BCE expida o tenga en su poder en el desempeño de sus tareas.

Como consecuencia del Reglamento (UE) 1024/2013²⁶, la Decisión amplía las facultades del BCE en virtud de las cuales podrá denegar el acceso público a su documentación si su divulgación perjudica la protección del interés público en relación con: 1) la política de la Unión Europea o de los Estados miembros respecto de la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de otras instituciones financieras; 2) los fines de las inspecciones en materia de supervisión, y 3) la solidez y seguridad de las infraestructuras del mercado financiero, de los sistemas de pago o de los proveedores de servicios de pago.

Asimismo, le facilita para proteger los documentos intercambiados en el marco de su cooperación con los BCN, las ANC, las autoridades nacionales designadas y otras autoridades y organismos pertinentes, por lo que denegará su acceso cuando la divulgación de los documentos, incluso después de adoptar la decisión de que se trate, pueda socavar gravemente el desempeño eficaz de las funciones del BCE, salvo que su divulgación represente un interés público superior.

Banco de España: tasas de descuento y de intercambio percibidas por los proveedores de servicios de pago

Se ha publicado la *CBE 1/2015, de 24 de marzo (BOE* del 30) (en adelante, la Circular), que entró en vigor el 31 de marzo, dirigida a los proveedores de servicios de pago, sobre información de las tasas de descuento y de intercambio percibidas.

La Circular tiene como objetivo determinar el contenido y otros aspectos relacionados con las obligaciones de información de las entidades que actúen como proveedores de servicios de pago²⁷ (en adelante, las entidades) respecto de las tasas de intercambio²⁸ y de descuento²⁹ percibidas en las operaciones que se realicen en terminales de punto de venta situados en España, por medio de tarjeta de débito o crédito, de acuerdo con lo requerido

26 El Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito.

27 En concreto, quedan sometidas a esta Circular las entidades de crédito, los establecimientos financieros de crédito, las entidades de pago, las entidades de dinero electrónico y las sucursales en España de cualquiera de las entidades extranjeras antes mencionadas.

28 La tasa de intercambio es la comisión o retribución pagada, directa o indirectamente, por cada operación efectuada entre los proveedores de servicios de pago del ordenante y del beneficiario que intervengan en una operación de pago mediante tarjeta. A estos efectos, cualquier comisión, retribución o compensación neta recibida por un proveedor de servicios de pago emisor de tarjetas de pago con respecto a operaciones de pago o actividades auxiliares a estas será considerada parte de la tasa de intercambio.

29 La tasa de descuento es la comisión o retribución pagada por el beneficiario de la operación de pago a su proveedor de servicios de pago por cada operación realizada mediante tarjeta, compuesta por la tasa de intercambio, la comisión de procesamiento y del sistema de pagos y el margen del adquirente.

por la Ley 18/2014, de 15 de octubre³⁰, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficacia.

Conforme a la citada ley, el ámbito de aplicación de la Circular se circunscribe a las entidades que estén establecidas en España, por lo que no es de aplicación a las que operen en nuestro país bajo el principio de libre prestación de servicios.

Dichas entidades deberán enviar trimestralmente al Banco de España los estados de información sobre tasas de intercambio y descuento (en adelante, estados TID), en los formatos que se incluyen en el anexo de la Circular. En particular, se contemplan dos estados: las entidades que actúen como proveedor de servicios de pago del ordenante cumplimentarán el TID 1, y las que actúen como proveedor de servicios de pago del beneficiario harán lo propio con el TID 2, todo ello con el fin de proporcionar ambos información sobre las tasas de intercambio percibidas en las operaciones de pago con tarjeta efectuadas en España.

Como se contempla en la Ley 18/2014, los estados TID no incluirán información de las operaciones efectuadas con tarjetas que solo se pueden utilizar en una red limitada, diseñada para satisfacer necesidades precisas mediante instrumentos de pago cuya utilización está limitada, o bien porque permiten a su titular adquirir bienes o servicios únicamente en los locales del emisor, dentro de una red limitada de proveedores de servicios vinculados directamente mediante un acuerdo comercial con un emisor profesional, o bien porque únicamente pueden utilizarse para adquirir una gama limitada de bienes o servicios.

El Banco de España publicará en su sitio web, de forma individualizada e identificando a la entidad que actúe como proveedor de servicios de pago, parte de la información recibida trimestralmente de los estados TID, exceptuando la relativa al número y al importe de las operaciones de pago realizadas en cada trimestre natural, así como al importe de las tasas percibidas. Adicionalmente, publicará de forma agregada toda la información recibida trimestralmente de las entidades en los estados TID, excepto la relativa a las tasas de descuento percibidas en los sistemas de tarjetas de pago tripartitos³¹.

Igualmente, las entidades publicarán en su sitio web toda la información recogida en los estados TID sobre las operaciones realizadas en cada trimestre natural para los diferentes perfiles de tarjetas y actividad del beneficiario, excepto la relativa al número y al importe de las operaciones de pago, así como al importe de las tasas percibidas. Dicha información se actualizará trimestralmente, al tiempo de enviarla al Banco de España.

Cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito

Se ha publicado el *Reglamento Delegado (UE) 2015/61 de la Comisión, de 10 de octubre de 2014 (DOUE del 17 de enero)* (en adelante, el Reglamento), que entró en vigor el 6 de febrero, que completa el Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, en relación con lo que ataña al requisito de cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito³².

30 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2014», *Boletín Económico*, enero de 2015, Banco de España, pp. 90 y 91.

31 Existen dos sistemas de tarjetas de pago: el tripartito y el cuatripartito. En el primero, actúan tres agentes: el titular de la tarjeta (ordenante), el comercio beneficiario y el mismo proveedor de sistemas de pago para ambos. El segundo es el más habitual, en el que intervienen cuatro clases de agentes: el titular de la tarjeta, el proveedor del servicio de pago del ordenante (entidad emisora de la tarjeta), el comercio beneficiario del pago y, finalmente, el proveedor del servicio de pago del beneficiario (entidad propietaria del dispositivo que permite su uso en el terminal de punto de venta o TPV).

32 El Reglamento (UE) 575/2013 impuso a las entidades de crédito un requisito de cobertura de liquidez, formulado en términos generales como la obligación de mantener «activos líquidos, la suma de cuyos valores cubra las salidas de liquidez menos las entradas de liquidez, en condiciones de tensión».

La cobertura de liquidez será equivalente a la ratio entre el colchón de liquidez de una entidad de crédito y sus salidas netas de liquidez a lo largo de un período de tensión de 30 días naturales, cuya fórmula se especifica en el Reglamento. Las entidades de crédito mantendrán una ratio de cobertura de liquidez mínima del 100 %, de forma que, durante ese período, deberá ser capaz de convertir con rapidez sus activos líquidos en efectivo, sin recurrir a la liquidez de un BCN o a fondos públicos. En caso de que la ratio se sitúe temporalmente por debajo de ese nivel, o se prevea que vaya a ocurrir en algún momento, la entidad lo notificará de inmediato a las ANC, a las que le presentará, sin demoras injustificadas, un plan para restablecer rápidamente su cumplimiento. Hasta tanto no se haya restablecido, la entidad informará diariamente sobre la ejecución del plan, salvo que se autorice una frecuencia de información menor. Simultáneamente, las ANC controlarán la ejecución del plan de restablecimiento y, llegado el caso, podrían exigir un restablecimiento más rápido.

Como escenarios de tensión a efectos de la ratio de cobertura de liquidez, el Reglamento contempla, entre otros, los siguientes: 1) la retirada de una proporción significativa de sus depósitos minoristas; 2) una pérdida parcial o total de su capacidad de financiación mayorista no garantizada, incluidos los depósitos mayoristas y otras fuentes de financiación contingente, como las líneas de liquidez o de crédito comprometidas; 3) una pérdida parcial o total de financiación a corto plazo garantizada; 4) las salidas de liquidez adicionales como resultado de una rebaja de la calificación crediticia de hasta tres escalones, y 5) un aumento de la volatilidad del mercado que afecte al valor de las garantías reales o a su calidad, o que genere necesidades adicionales de dichas garantías.

Por su parte, el colchón de liquidez de una entidad de crédito estará integrado por los activos líquidos que cumplan cada una de las siguientes condiciones:

- 1) De carácter general, entre ellas, que se encuentren disponibles para su uso inmediato o que se encuentren libres de cargas³³, y que no hayan sido emitidos por la propia entidad de crédito.
- 2) De carácter operativo, entre otras, que las tenencias de activos líquidos que compongan su colchón de liquidez se mantengan debidamente diversificadas en todo momento; que se pueda acceder a ellas sin trabas y, en su caso, convertirlas en efectivo en cualquier momento durante el período de tensión de 30 días naturales, ya sea mediante venta directa o mediante un pacto de recompra en mercados de recompra generalmente aceptados.
- 3) Los criterios de admisibilidad respectivos para su clasificación como activos de nivel 1 o de nivel 2. Los de nivel 1 son activos de liquidez y calidad crediticia sumamente elevadas³⁴, y los nivel 2 son de calidad crediticia elevada.

33 Se considerará que un activo está libre de cargas cuando la entidad de crédito no esté sometida a restricciones legales, contractuales, reglamentarias o de otra índole que le impidan liquidar, vender, transferir, ceder o, en general, enajenar tal activo mediante venta directa activa o pacto de recompra en el plazo de 30 días naturales.

34 Entre ellos, se encuentran: el efectivo, y los activos que constituyan créditos frente a, o garantizados por, el BCE o el BCN, así como los activos que constituyan créditos frente a, o garantizados por, la administración central, las administraciones regionales, las autoridades locales o los entes del sector público, a los que se les asigne una evaluación de crédito, al menos, de nivel 1 de calidad crediticia con arreglo al Reglamento (UE) 575/2013.

Los activos de nivel 2 se subdividen, a su vez, en activos de nivel 2A³⁵ y de nivel 2B³⁶, con arreglo a lo establecido en el Reglamento.

A efectos del cálculo de la ratio de cobertura de liquidez, las entidades de crédito utilizarán el valor de mercado de sus activos líquidos. Dicho valor se reducirá, en su caso, con arreglo a los recortes de valoración establecidos en el Reglamento. Así, los activos de nivel 1 no tendrán recortes de valoración, a excepción de determinados bonos garantizados, que será del 7 %. Los de nivel 2A serán objeto de un recorte de valoración de, al menos, el 15 %, y los del nivel 2B varían, según el activo, entre un 25 % y un 50 %.

En relación con la composición del colchón de liquidez por nivel de los activos, las entidades de crédito cumplirán, en todo momento, los requisitos siguientes: 1) al menos el 60 % del colchón de liquidez estará compuesto por activos de nivel 1; 2) al menos el 30 % estará compuesto por activos de nivel 1, con exclusión de los bonos garantizados de calidad sumamente elevada, y 3) un máximo del 15 % del colchón de liquidez podrá estar compuesto por activos de nivel 2B.

Las salidas netas de liquidez serán la suma de las salidas de liquidez menos la suma de las entradas de liquidez, reguladas en el Reglamento, y no podrán ser inferiores a cero. Su cálculo se efectuará con arreglo a la fórmula consignada en el anexo II. Las entradas y salidas de liquidez se evaluarán a lo largo de un período de tensión de 30 días naturales, en la hipótesis de un escenario que combine tensiones idiosincrásicas y extendidas al conjunto del mercado.

Las salidas de liquidez se calcularán multiplicando los saldos pendientes de diversas categorías o tipos de pasivos y compromisos fuera de balance por el índice de salida al que se prevé que se retirarán o se utilizarán conforme se indica en el Reglamento.

Las entradas de liquidez comprenderán solamente las entradas contractuales de exposiciones que no estén en situación de mora y respecto de las cuales la entidad de crédito no tenga motivos para esperar un incumplimiento en un horizonte de 30 días naturales. En función del tipo de activo, las entradas de liquidez tendrán un índice de entrada que varía del 100 % (por ejemplo, pagos pendientes de BCN y determinadas operaciones de clientes financieros) hasta el 50 %, o menor si así fuera el importe de los compromisos contractuales de concesión de financiación adquiridos (por ejemplo, pagos pendientes de clientes que no sean financieros, como las empresas y entes del sector público).

Por último, cabe reseñar dos disposiciones transitorias: 1) la aplicación escalonada de la ratio de liquidez, que será del 60 % de los requisitos de cobertura de liquidez a partir del 1 de octubre de 2015; el 70 % a partir del 1 de enero de 2016; el 80 % a partir del 1 de enero de 2017, y el 100 % a partir del 1 de enero de 2018, y 2) la descripción de determinadas agencias de gestión de activos deteriorados patrocinadas por Estados miembros³⁷,

35 Entre ellos, los activos que representen créditos frente a, o garantizados por, administraciones regionales, autoridades locales o entes del sector público de un Estado miembro, en los casos en que a las exposiciones frente a estas instituciones se les asigne una ponderación de riesgo del 20 % de conformidad con el Reglamento (UE) 575/2013; los bonos garantizados de calidad sumamente elevada que cumplan ciertas condiciones, y los valores representativos de deuda de empresas que cumplan también ciertas condiciones.

36 Entre ellos, las exposiciones en forma de bonos de titulización de activos, determinados valores representativos de deuda de empresas y las acciones, sujetos todos ellos al cumplimiento de ciertos requisitos reseñados en el Reglamento.

37 En España, la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb).

Ratio de apalancamiento aplicable a las entidades de crédito y a las ESI

de modo que los bonos preferentes emitidos por tales agencias serán considerados de nivel 1 hasta el 31 de diciembre de 2023, a los que no se les aplicará recorte alguno.

Se ha publicado el *Reglamento Delegado (UE) 2015/62 de la Comisión, de 10 de octubre de 2014 (DOUE del 17 de enero)* (en adelante, el Reglamento), que entró en vigor el 18 de enero, que modifica el Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la ratio de apalancamiento³⁸.

Las normas sobre esta ratio fueron revisadas por el Comité de Basilea el 14 de enero de 2014 para corregir las divergencias en la interpretación de las entidades de crédito y de determinadas ESI (en adelante, las entidades), en lo referente a la compensación de la garantía real en las operaciones de financiación de valores y de recompra, añadiendo disposiciones adicionales sobre medición y compensación en relación con las operaciones de recompra y de financiación de valores.

El objetivo del Reglamento es la adaptación de las disposiciones del Reglamento (UE) 575/2013 a las normas acordadas por el citado comité para corregir tales divergencias, así como para mejorar la comparabilidad de la ratio de apalancamiento divulgada por las entidades y contribuir a evitar que se induzca a error a los participantes en el mercado en cuanto al apalancamiento real de las entidades.

Contribuciones a los mecanismos de resolución de las entidades de crédito y de las ESI

Se han publicado, por un lado, el *Reglamento Delegado (UE) 2015/63 de la Comisión, de 21 de octubre de 2014 (DOUE del 17 de enero)*, cuya entrada en vigor fue el 6 de febrero, que completa la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014³⁹, en lo que respecta a las contribuciones *ex ante* a los mecanismos de financiación de la resolución de las entidades de crédito y de determinadas ESI (en adelante, las entidades); por otro, el *Reglamento de Ejecución (UE) 2015/81 del Consejo, de 19 de diciembre de 2014 (DOUE del 22 de enero)*, cuya entrada en vigor fue el 23 de enero, que especifica condiciones uniformes de aplicación del Reglamento (UE) 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio de 2014⁴⁰, en lo que respecta a las aportaciones *ex ante* al Fondo Único de Resolución (en adelante, el Fondo).

El Reglamento Delegado (UE) 2015/63 es de aplicación para todos los Estados miembros, mientras que el Reglamento de Ejecución (UE) 2015/81 lo es para los Estados miembros participantes. Dichos Estados son los de la zona del euro y aquellos otros Estados miembros que hayan establecido una cooperación estrecha⁴¹, conforme a lo establecido en el Reglamento 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito.

CONTRIBUCIONES DE LAS ENTIDADES A LOS MECANISMOS DE FINANCIACIÓN DE RESOLUCIÓN

La Directiva 2014/59/UE exige a los Estados miembros que establezcan mecanismos de financiación de la resolución con el fin de garantizar la aplicación efectiva, por parte de la

38 Conforme al Reglamento (UE) 575/2013, la ratio de apalancamiento se calcula como la medida del capital de la entidad dividida por la medida de la exposición total de la entidad.

39 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2014», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2014, Banco de España, pp. 155-159.

40 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2014», *Boletín Económico*, octubre de 2014, Banco de España, pp. 141-149.

41 Para que exista cooperación estrecha, los Estados participantes deberán comprometerse, entre otras obligaciones, a: 1) velar para que su ANC acate las orientaciones o solicitudes formuladas por el BCE; 2) proporcionar toda la información sobre las entidades de crédito establecidas en su territorio que el BCE pueda requerir para llevar a cabo una evaluación global de dichas entidades, y 3) adoptar, en relación con las entidades de crédito, cualquier medida que le solicite el BCE.

autoridad nacional de resolución (ANR), de los instrumentos y competencias de resolución. También les exige que, a más tardar el 31 de diciembre de 2024, los recursos financieros de los mecanismos de financiación alcancen, al menos, un 1 % del importe de los depósitos garantizados de todas las entidades autorizadas en su territorio. La contribución de cada entidad corresponderá a la proporción que represente su pasivo (excluidos los fondos propios), menos los depósitos garantizados respecto de los pasivos agregados (excluidos los fondos propios) y menos los depósitos garantizados de todas las entidades autorizadas en el territorio del Estado miembro. Asimismo, tales contribuciones se adaptarán proporcionalmente al perfil de riesgo de las entidades.

El Reglamento Delegado (UE) 2015/63 establece normas que especifican: 1) el método de cálculo de las contribuciones de dichas entidades a los mecanismos de financiación de la resolución de manera proporcional a su perfil de riesgo⁴²; 2) las obligaciones de las entidades en lo que respecta a la información que deberán facilitar a efectos del cálculo y del pago de las contribuciones a los mecanismos de financiación de la resolución, y 3) las medidas destinadas a garantizar la verificación, por parte de las ANR, de que el pago de las contribuciones se haya realizado correctamente.

APORTACIONES DE LAS ENTIDADES AL FONDO

El Reglamento (UE) 806/2014 crea y regula el Fondo como un mecanismo único de financiación para todos los Estados miembros participantes en el MUS y en el Mecanismo Único de Resolución (MUR). Dicho Fondo debe utilizarse en los procedimientos de resolución de las entidades cuando la Junta Única de Resolución (en lo sucesivo, la Junta)⁴³ lo considere necesario para garantizar la aplicación efectiva de los instrumentos de resolución. Asimismo, la Junta queda facultada para calcular las aportaciones individuales de todas las entidades autorizadas en los territorios de todos los Estados miembros participantes.

Además, el Reglamento (UE) 806/2014 establece que, desde el 1 de enero de 2016 hasta el 31 de diciembre de 2024, los recursos financieros disponibles del Fondo deben alcanzar, como mínimo, un 1 % del importe de los depósitos con cobertura de todas las entidades de crédito autorizadas en todos los Estados miembros participantes. La Junta, bajo ciertas circunstancias, podrá prorrogar hasta cuatro años más el mencionado período. Igualmente, la aportación de cada entidad, que se debe recaudar al menos anualmente, se corresponde con la proporción que represente su pasivo (excluidos los fondos propios), menos los depósitos con cobertura, respecto de los pasivos agregados (excluidos los fondos propios), menos los depósitos con cobertura, de todas las entidades autorizadas en los territorios de los Estados miembros participantes.

El Reglamento de Ejecución (UE) 2015/81 detalla el método de cálculo de las aportaciones anuales de cada entidad al Fondo, estableciendo un sistema de escalonamiento específico para dichas aportaciones durante el período 2016-2024. Este sistema consiste en que una parte de las aportaciones se calculará según la proporción que represente la base de contribución de cada entidad respecto del agregado de bases de contribución de todas las entidades autorizadas en el Estado miembro (base nacional o BRRD), mientras que otra parte se realizará según la proporción que represente la base de contribución de todas las entidades autorizadas en los Estados miembros participantes (base SMR). Asimismo, se

42 Para ello, las ANR evaluarán dicho perfil sobre la base de los cuatro pilares de riesgo siguientes, que se desarrollan ampliamente en el Reglamento: 1) la exposición al riesgo; 2) la estabilidad y variedad de fuentes de la financiación; 3) la importancia de una entidad para la estabilidad del sistema financiero o de la economía, y 4) los indicadores adicionales de riesgo que la ANR determine.

43 La Junta fue creada por el Reglamento (UE) 806/2014, que le encomendó la administración del Fondo.

**Deuda del Estado:
condiciones de emisión
durante 2015 y enero
de 2016**

fijan a tanto alzado las contribuciones anuales de las pequeñas entidades, que varían en función del volumen de los activos y pasivos (deducidos los fondos propios y los depósitos garantizados).

La Ley 36/2014, de 26 de diciembre⁴⁴, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2015, autoriza al ministro de Economía y Competitividad para que incremente la deuda del Estado durante este año, con la limitación de que el saldo vivo al final del ejercicio no supere el saldo a 1 de enero de 2015 en más de 49,5 mm de euros (el año anterior fue de 71 mm de euros).

Como viene siendo habitual en los meses de enero, se han publicado la *Orden ECC/4/2015, de 13 de enero* (*BOE* del 14), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2015 y enero de 2016, y se recogen las Cláusulas de Acción Colectiva normalizadas (CAC), y las *resoluciones de 19 y de 20 de enero de 2015*, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, el Tesoro) (*BOE* del 20 y del 21, respectivamente), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones del Estado, y se publica el calendario de subastas para este año y el mes de enero siguiente.

La orden entró en vigor el 14 de enero, y las resoluciones, el 19 y el 20 de enero, respectivamente.

Al igual que en la Orden ECC/1/2014, de 2 de enero, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2014 y enero de 2015, se recogen las CAC⁴⁵, que se aplican desde el 1 de enero de 2013 a todas las emisiones de deuda pública con plazo de amortización superior a un año.

En general, se mantienen los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes⁴⁶; entre ellas, el de emisión mediante sindicación, que consiste en la cesión de parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a varias entidades financieras que aseguren su colocación. Dado el uso de esta técnica en los últimos años, el Tesoro regula el procedimiento que se debe a seguir en estas operaciones, que será por regla general el siguiente:

- 1) Se podrán emitir nuevas emisiones o ampliaciones de emisiones existentes.
- 2) El Tesoro seleccionará a las entidades financieras participantes, atendiendo a criterios financieros, de capacidad comercial o de potenciación de los mercados de deuda, otorgándoles un mandato para liderar la emisión.

44 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2014», *Boletín Económico*, enero de 2015, Banco de España, pp. 94-96.

45 Las CAC son reglas de agregación de mayorías representativas entre los tenedores de ciertos bonos. En los casos en los que se pueda plantear la modificación de las condiciones de un instrumento de deuda, evitan la necesidad de lograr la unanimidad entre todos los tenedores de los bonos y posibilitan que se puedan adoptar dichas modificaciones con carácter vinculante, obviando que una minoría pueda bloquear soluciones aprobadas por la mayoría. De este modo, por ejemplo, las condiciones de los bonos que regulen su emisión o administración podrán modificarse con el previo consentimiento del emisor y 1) del voto afirmativo de los tenedores de al menos el 75 % del principal total de los bonos en circulación representados en una junta de tenedores debidamente convocada, o 2) una resolución escrita firmada por los tenedores, o en nombre de ellos, de, al menos, el 66 % del principal total de los bonos en circulación.

46 Es decir, mediante subasta, mediante operaciones de venta simple o mediante cualquier otra técnica que se considere adecuada en función del tipo de operación de que se trate. En particular, se podrá ceder parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a una o varias entidades financieras que aseguren su colocación.

- 3) El precio de emisión, así como otras características de la emisión, incluyendo el cupón o la fecha de vencimiento, se determinará por el Tesoro, previa consulta con las entidades seleccionadas.
- 4) El Tesoro informará a las entidades seleccionadas de su deber de respetar la confidencialidad en todas las fases del proceso de emisión. La información cuya publicación no haya sido consentida expresamente por el Tesoro no podrá ser objeto de divulgación a personas ajena a la transacción.
- 5) Las entidades seleccionadas buscarán inversores para cubrir la emisión, y tendrán también la posibilidad de presentar peticiones para su propia cartera. En caso de que la demanda supere el volumen previsto de emisión, las entidades seleccionadas formularán al Tesoro una propuesta de distribución de la emisión. Este valorará la adecuación de la distribución propuesta por las entidades financieras seleccionadas y podrá realizar modificaciones para mejorar la distribución de la emisión, lograr una mayor diversificación de inversores o mejorar el comportamiento de la emisión en el mercado secundario tras la emisión.

En relación con las subastas, al igual que en años anteriores, serán de carácter ordinario (que son las que están incluidas en el calendario anual), quedando facultado el Tesoro para convocar subastas especiales o cancelar alguna de las subastas ordinarias programadas. De igual modo, se podrán formular ofertas competitivas y no competitivas.

Como en años anteriores, a las subastas les seguirá una segunda vuelta, reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado, que se desarrollará según la normativa que regula dichas entidades.

LETRES DEL TESORO

Como en años anteriores, en la Resolución se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2015 y enero de 2016, en el que se señalan las fechas de las subastas ordinarias y el plazo de las letras, fijando las emisiones y la convocatoria de las subastas de forma simultánea con la publicación del calendario. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales.

Con la finalidad de que las CAC no afecten a las letras del Tesoro, al igual que en el año anterior, no se emiten letras a dieciocho meses, de forma que en 2015 se subastarán letras a tres, seis, nueve y doce meses.

Salvo excepciones, las subastas seguirán teniendo lugar el tercer martes de cada mes para las letras a seis y doce meses, y el martes siguiente para las de tres y nueve meses. Los plazos de emisión pueden diferir de los señalados en el número de días necesario para agrupar las emisiones en un único vencimiento mensual, que, para facilitar la reinversión, se hace coincidir, salvo excepciones, con la fecha de emisión de las letras a seis y doce meses.

En cuanto al resto de características, las subastas mantienen en su desarrollo y resolución la misma configuración que en 2014, incluida la presentación de las peticiones en términos de tipo de interés, según cotizan en los mercados secundarios, para facilitar con ello a los suscriptores la formulación de peticiones.

BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

En la Resolución se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2015 y enero de 2016, en el que se señalan las fechas de las subastas ordinarias y el plazo,

fijando las emisiones y la convocatoria de las subastas de forma simultánea con la publicación del calendario.

El anuncio de los valores que se ponen en oferta se efectuará, al igual que en 2014, el viernes anterior a cada subasta, tras consulta con los Creadores de Mercado para poder adaptar la emisión a las preferencias del mercado. No obstante, si las condiciones del mercado o las necesidades de financiación lo aconsejan, el Tesoro podrá añadir, en la resolución en la que se publican las emisiones de bonos y obligaciones, que se ponen en oferta nuevas referencias a las subastas o no emitir en alguno de los plazos que, a título indicativo, se hubiera anunciado dicha resolución. Asimismo, se podrán convocar subastas adicionales a las subastas ordinarias programadas, para dotar de liquidez a determinadas referencias y mejorar el funcionamiento del mercado secundario.

Al igual que el año anterior, las subastas se efectuarán, salvo excepciones, el primer y el tercer jueves de cada mes, y se pondrán en oferta, indistintamente, bonos y obligaciones del Estado.

En las subastas se seguirán ofertando bonos del Estado a tres y cinco años, y obligaciones del Estado a diez, quince y treinta años, con la emisión de nuevos tramos o la reapertura de referencias emitidas con anterioridad, a fin de garantizar su liquidez y atender la demanda de los inversores en los distintos segmentos en que ésta se produzca. Las nuevas referencias devengarán el tipo de interés nominal que se determine en la norma por la que se disponga su emisión.

Finalmente, al igual que en años anteriores, se mantiene la posibilidad de emitir bonos y obligaciones referenciados a algún índice, en cuyo caso se indicarán el índice y el método de actualización aplicables. Si la emisión está referenciada a algún índice de precios, se publicará el tipo de interés real anual en sustitución del tipo de interés nominal. También se hará público el valor aplicable del índice multiplicador o del coeficiente de indexación en la fecha de emisión, a efectos de valorar los cupones, el cupón corrido, en su caso, y el principal en términos nominales.

Instituciones de inversión colectiva: modificación del reglamento

Se ha publicado el *Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero* (BOE del 14) (en adelante, el Real Decreto), que entró en vigor el 15 de febrero, que modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio⁴⁷, por el que se aprueba el reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (IIC).

Los objetivos del Real Decreto son, entre otros: 1) completar la transposición de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) [ya iniciada con la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo (ECR), las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC), y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC)]; 2) integrar la regulación reglamentaria relativa al depositario, mejorándola en términos de consistencia, sistemática y respeto al reglamento delegado de aplicación⁴⁸, y 3) incorporar al ordenamiento español diferentes aspectos que reflejan la permanente evolución y desarrollo del mercado de inversión colectiva en España.

⁴⁷ Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, octubre de 2012, Banco de España, pp. 188-192.

⁴⁸ Reglamento delegado (UE) 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, y normativa que desarrolle la Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014.

A continuación se comentan las novedades más relevantes.

ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN

Se establece que las sociedades de inversión solo podrán designar una sociedad gestora de IIC (en adelante, SGIIC), eliminando el régimen de cogestión existente hasta ahora, que permitía que la junta general o, por su delegación, el consejo de administración pudiera acordar que la gestión de los activos de la sociedad, bien en su totalidad, bien en una parte determinada, se encomendara a una o a varias SGIIC, o a una o a varias entidades que estén habilitadas para realizar en España el servicio de inversión.

REFORZAMIENTO DE LA PROTECCIÓN AL INVERSOR

Se amplía la información obligatoria que debe incluirse en el folleto de las IIC armonizadas, destacando la siguiente:

- 1) Información detallada y actualizada de la política remunerativa de la sociedad gestora, que incluirá, al menos, una descripción de la forma en que se calculan la remuneración y los beneficios, la identidad de las personas responsables de hacerlo y, en su caso, la composición del comité de remuneraciones. Esta información detallada podrá ser sustituida por un resumen de la política remunerativa en el que se indique el sitio web en el que se puede consultar dicha información y en el que se señale que se puede obtener gratuitamente un ejemplar en papel de dicha información, previa solicitud.
- 2) Descripción de las funciones del depositario de la IIC y de los conflictos de interés que puedan plantearse; la descripción de cualquier función de depósito delegada por el depositario; la lista de las terceras entidades en las que se pueda delegar la función de depósito, y los posibles conflictos de interés a que pueda dar lugar esa delegación.
- 3) Identificación del gestor relevante de la IIC cuando esté gestionada por este tipo de gestor, que debe ser recogido en el folleto y en el documento con los datos fundamentales para el inversor. El cambio de este gestor será considerado como un cambio sustancial de la política de inversión, requiriendo su publicación como hecho relevante y dando, en el caso de los fondos de inversión, derecho de separación. Si la sustitución del gestor relevante tuviera efectos inmediatos, también podrá ser comunicada a los partícipes del fondo de inversión con posterioridad a su entrada en vigor, en el plazo de diez días hábiles.

En el folleto de las IIC no armonizadas, las SGIIC que las gestionen o comercialicen incluirán una amplia información adicional, detalla el Real Decreto. Las SGIIC que gestionan IIC no armonizadas deberán facilitar a la CNMV cuanta información se les requiera, y en particular información periódica sobre los principales mercados e instrumentos en los que negocien por cuenta de las IIC que gestionen. En concreto, informarán sobre los principales instrumentos con los que estén negociando, sobre los mercados de los que sean miembros o en los que negocien activamente, y sobre las principales exposiciones y concentraciones de cada una de las IIC que gestionen.

RÉGIMEN DE INVERSIONES

Se introducen ciertas modificaciones en el régimen de inversiones de las IIC armonizadas. Así, quedan incluidas como activos aptos las inversiones en titulizaciones, considerándose aptas únicamente aquellas en las que el originador retenga al menos el 5 %, conforme a lo dispuesto en el Reglamento Delegado (UE) 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, y estén sujetas a los límites de las posiciones de titulización previstos en dicha norma. En relación con los instrumentos financieros derivados, se admite la posibilidad de

que el activo subyacente consista en la inflación de países o zonas geográficas, siempre y cuando sus reglas de cálculo, transparencia y difusión sean equivalentes a las establecidas para el índice armonizado de precios de consumo de la Unión Europea.

Dentro del límite conjunto del 10 % de su patrimonio, se excluyen del régimen de activos aptos: 1) las acciones y participaciones de IIC no autorizadas conforme a la Directiva 2009/65/CE, y 2) las acciones y participaciones de IIC de inversión libre y de IIC de IIC de inversión libre, así como de instituciones extranjeras similares.

Estas exclusiones no serán aplicables en las IIC no armonizadas. Además, estas IIC no estarán sujetas a los límites establecidos para la inversión en instrumentos financieros derivados, ni a la exposición al riesgo frente a una misma contraparte asociada a los instrumentos financieros derivados (que era un 5 % del patrimonio de la IIC, que podría ampliarse al 10 % cuando la contraparte sea una entidad de crédito).

IIC DE INVERSIÓN LIBRE (IICIL)

En relación con estas instituciones, se introducen, entre otras, las siguientes modificaciones:

- 1 Se eleva de 50.000 a 100.000 euros el importe del desembolso mínimo inicial de las acciones o participaciones. Al igual que en la normativa anterior, este requisito no es exigible a los partícipes que tengan la condición de clientes profesionales.
- 2 Se amplía la posibilidad de comercialización de las IICIL a los inversores minoristas (no profesionales), siempre que realicen un desembolso inicial mínimo de 100.000 euros y dejen constancia por escrito de que conocen los riesgos de la inversión.
- 3 Se incluye la posibilidad de invertir, además de los instrumentos financieros derivados contemplados para el resto de las IIC, en: 1) materias primas para las que exista un mercado secundario de negociación; 2) acciones o participaciones en IICIL, así como en instituciones extranjeras similares a estas, y 3) cualquier otro activo subyacente cuya utilización haya sido autorizada por la CNMV o cualquier combinación de los mencionados. También podrán invertir en aquellas titulizaciones cuyo originador retenga al menos el 5 %, conforme a lo dispuesto en el Reglamento Delegado (UE) 231/2013, y que estén sometidas a los límites de las posiciones de titulización previstos en dicho reglamento delegado.
- 4 Las IIC que se comercialicen exclusivamente a clientes profesionales podrán invertir, sin que les sea de aplicación el principio de liquidez, en facturas, préstamos, efectos comerciales de uso habitual en el ámbito del tráfico mercantil y otros activos de naturaleza similar, en activos financieros vinculados a estrategias de inversión con un horizonte temporal superior a un año y en instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea la naturaleza del subyacente, siempre que su liquidación no suponga la incorporación al patrimonio de la IICIL de un activo no financiero. Asimismo, podrán otorgar préstamos, en cuyo caso no podrán endeudarse⁴⁹.

Las sociedades gestoras de IICIL que inviertan en este tipo de activos deberán cumplir, adicionalmente, un conjunto de requisitos detallados ampliamente en el Real Decreto,

⁴⁹ El límite de endeudamiento de las IICIL que no se dediquen a otorgar préstamos no podrá superar en cinco veces el valor de su patrimonio.

SGIIC

como la inclusión en el folleto de advertencias sobre los riesgos específicos de este tipo de inversiones y detalles sobre los criterios empleados para la valoración del crédito y el proceso de análisis, evaluación y concesión de los préstamos, y la prohibición de conceder préstamos a personas físicas, a los accionistas o partícipes de las IICIL, a otras IIC y a las personas o entidades vinculadas con la IICIL.

Además de las funciones contempladas en la normativa anterior, se añaden otras actividades relacionadas con los activos de la IIC. En particular: los servicios necesarios para cumplir con las obligaciones fiduciarias de los gestores; la gestión de inmuebles y servicios utilizados en la actividad; el asesoramiento a empresas con respecto a estructuras de capital, estrategia industrial y materias relacionadas; el asesoramiento y los servicios relacionados con fusiones y adquisición de empresas, así como otros servicios conexos con la gestión de la IIC y de las empresas y activos en los que ha invertido.

Se actualizan los requisitos para la delegación de funciones de las SGIIC y se regula la subdelegación de funciones, de modo que la entidad delegada podrá a su vez subdelegar algunas de las funciones que se hubieran delegado en ella, siempre y cuando se cumplan determinadas condiciones. En particular, no podrá subdelegarse la gestión de carteras, ni la gestión del riesgo en el depositario o en un delegado de este, o en una entidad cuyos intereses puedan entrar en conflicto con los intereses de la SGIIC o con los de los inversores de la IIC, a menos que dicha entidad haya separado funcional y jerárquicamente el desempeño de sus funciones de gestión de cartera o de gestión de riesgos de otras funciones potencialmente conflictivas, y que los posibles conflictos de interés estén debidamente identificados, gestionados, controlados y comunicados a los inversores de la IIC.

En relación con las condiciones de acceso a la actividad, se reduce de 300.000 euros a 125.000 euros el capital social mínimo para las SGIIC, y se mantiene en 300.000 euros en el caso sociedades de inversión autogestionadas. Adicionalmente, cuando el valor total de las carteras gestionadas exceda de 250 millones de euros, las SGIIC deberán aumentar los recursos propios en un 0,02 % del importe de dicho valor, sin que sobrepase los 10 millones de euros. Como novedad, se permite que hasta un 50 % de la cuantía adicional de recursos propios pueda ser cubierta con una garantía por el mismo importe de una entidad de crédito o de una entidad aseguradora.

Además, se les exige que deben cubrir los posibles riesgos derivados de la responsabilidad profesional en relación con las actividades que puedan realizar las SGIIC que gestionen IIC no armonizadas, ECR o EICC, bien mediante recursos propios adicionales (equivalentes al 0,01 % del patrimonio gestionado de este tipo de instituciones), bien mediante la suscripción de un seguro de responsabilidad civil profesional.

Se introducen ciertas novedades en las obligaciones de inversión de los recursos propios. Así, se establece que los recursos propios mínimos se invertirán en activos líquidos o fácilmente convertibles en efectivo a corto plazo, y no incluirán posiciones especulativas. Los restantes recursos propios podrán estar invertidos en cualquier activo adecuado para el cumplimiento de su fin social, entre los que se encontrarán las IIC no armonizadas, las ECR y las EICC, siempre que la inversión se realice con carácter de permanencia⁵⁰.

50 Anteriormente, los recursos propios de la SGIIC debían estar invertidos, al menos, en un 60 %, en valores admitidos a negociación, en cuentas a la vista o en depósitos en entidades de crédito. El cómputo de dicho límite se realizará considerando el valor razonable de las inversiones. Los demás recursos podían invertirse en cualquier activo adecuado al cumplimiento del fin social, entre los que se encontrarían la inversión en acciones o las participaciones de IIC, siempre que la inversión se realizara con carácter de permanencia.

En la solicitud de autorización para la creación de una SGIIC se introducen ciertas modificaciones, como el cumplimiento de los requisitos de idoneidad de las personas que van a integrar el consejo de administración y de quienes hayan de ejercer como directores generales o asimilados, en términos similares a las ESI y a las demás entidades que prestan servicios de inversión. Adicionalmente, deberán detallar en la solicitud las políticas y prácticas remunerativas establecidas para los altos directivos, los responsables de asumir riesgos, los que ejerzan funciones de control, así como cualquier empleado incluido en el mismo grupo de remuneración que los anteriores, las cuales deberán ser acordes con una gestión racional y eficaz del riesgo, de forma que no se induzca a la asunción de riesgos incompatibles con el perfil de riesgo de los vehículos que gestionan, así como información sobre las disposiciones adoptadas para la delegación y subdelegación de funciones en terceros.

En relación con los mecanismos de organización y control interno, las SGIIC separarán funcional y jerárquicamente las funciones de gestión del riesgo de las unidades operativas, incluida la de gestión de carteras. Asimismo, instaurarán sistemas de gestión del riesgo apropiados, a fin de determinar, medir, gestionar y controlar adecuadamente todos los riesgos derivados de la estrategia de inversión de cada IIC, y a los que esté o pueda estar expuesta cada entidad de inversión. Además, establecerán un sistema adecuado de gestión de la liquidez y adoptarán procedimientos que les permitan controlar este riesgo de las IIC que gestionen, con el objeto de garantizar que puede cumplir con sus obligaciones presentes y futuras en relación con el apalancamiento en el que haya podido incurrir.

Asimismo, efectuarán periódicamente pruebas de resistencia ante situaciones límite o simulaciones de casos extremos, en condiciones de liquidez tanto normales como excepcionales, que les permitan evaluar el riesgo de liquidez de la IIC.

Igualmente, las SGIIC se asegurarán de que, para cada IIC que gestionen, se establezcan procedimientos adecuados y coherentes que permitan valorar, correcta e independientemente, los activos de la IIC. Especialmente, garantizarán que la valoración la realice: 1) un experto externo inscrito en un registro profesional oficial o en disposiciones legales en materia de conducta profesional, que habrá de ser independiente de la IIC, de la sociedad gestora y de cualquier otra persona que mantenga vínculos estrechos con la IIC o la SGIIC, o 2) la propia sociedad gestora, a condición de que la función de valoración sea funcionalmente independiente de la de gestión de cartera, y de que la política remunerativa garantice que se eviten los conflictos de interés y se impida la influencia indebida en los empleados.

EL DEPOSITARIO DE IIC

El Real Decreto desarrolla ampliamente la regulación del depositario, mejorando en términos de consistencia y sistemática la regulación hasta ahora vigente⁵¹ y adaptando sus funciones, obligaciones y responsabilidades a la normativa de la Unión Europea que le sea aplicable, y especialmente al Reglamento Delegado (UE) 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012. Quedan pendientes de desarrollo las especificidades y excepciones aplicables al depositario de ECR, de IICC y de IICIL.

Podrán ser depositarios las entidades de crédito y las sociedades y agencias de valores, que solo utilizarán la denominación de depositario de IIC en el marco del ejercicio de tales funciones. Los cargos de administración o de dirección del depositario deberán reunir los requisitos de idoneidad que establezca su legislación específica.

⁵¹ Orden EHA 596/2008, de 5 de marzo, que quedará definitivamente derogada una vez entren en vigor los ajustes desarrollados por la CNMV que completarán la regulación del depositario.

El depositario contará con un manual de procedimientos internos, en el que se detallarán, entre otros, el ámbito de las revisiones, los métodos utilizados y la periodicidad con la que se llevará a cabo la función de control y vigilancia de los coeficientes, límites, políticas de inversión y criterios para el cálculo del valor liquidativo.

Por otro lado, se actualizan las funciones y obligaciones del depositario, ya que, además de la función de depósito y administración de activos, y de la función de vigilancia y supervisión, se añaden: 1) la función de custodia de activos financieros⁵², incluyendo el régimen de reutilización de activos custodiados, y 2) la del registro de otros activos no custodiados, y la de control de efectivo.

En relación con la función de vigilancia y supervisión, el depositario deberá dotarse de procedimientos adecuados para vigilar la actividad de las SGIIC y, en su caso, de las sociedades de inversión colectiva. Asimismo, el depositario realizará controles *ex post* y verificaciones de los procesos y procedimientos de los que es responsable la sociedad gestora, la IIC o un tercero designado. La SGIIC velará para que se transmitan al depositario todas las instrucciones relativas a los activos y las operaciones de la IIC, de modo que el depositario pueda efectuar su propio procedimiento de verificación o conciliación.

Se desarrolla ampliamente la intervención del depositario en la liquidación de la suscripción y reembolso de participaciones. Así, deberá cerciorarse de que todos los ingresos o pagos derivados de las suscripciones o reembolsos se realizan efectivamente, abonándose o cargándose en las cuentas de efectivo de la institución abiertas en el depositario. Además, deberá asegurarse de que las suscripciones y reembolsos se realizan conforme a los procedimientos de pago previstos, y en la forma especificada en los folletos⁵³.

Por otro lado, se recoge el régimen de delegación y subdelegación de la función de depósito. Así, el depositario podrá delegar en terceros, y estos a su vez subdelegar, la función de depósito, que comprende la custodia y el registro de los instrumentos financieros y otros activos de la IIC, siempre y cuando el tercero cumpla con los requisitos exigibles al depositario. Entre las condiciones que se exigen para la delegación, el depositario deberá demostrar que hay una razón objetiva para la delegación, y garantizará que el tercero cumple, en todo momento, determinadas condiciones (como, por ejemplo, que cuenta con estructuras y conocimientos prácticos adecuados y proporcionados a la naturaleza y complejidad de los activos de la IIC que se le hayan confiado; que existe una separación absoluta entre la cuenta propia de la entidad en la que se delega la custodia y la cuenta de terceros, o que respetará las obligaciones y prohibiciones generales contempladas en la normativa).

Finalmente, se recoge su régimen de responsabilidad, de modo que responderá de la pérdida de los instrumentos custodiados, salvo que pueda probar que esta se ha producido como consecuencia de un acontecimiento externo que escape a un control razonable, a pesar de todos los esfuerzos realizados por el depositario para evitarlo.

52 Se consideran activos financieros custodiados los instrumentos financieros que puedan consignarse en una cuenta de instrumentos financieros, abierta en los libros del depositario, siempre y cuando estos instrumentos sean transferibles entre entidades y su titularidad y negociación no dependan de un único registro central fuera del depositario, así como todos los que puedan entregarse físicamente a este.

53 Las suscripciones generalmente se realizan mediante cheque nominativo librado a favor del fondo, transferencia a una cuenta a favor de este o entrega de efectivo directamente al depositario. Por su parte, el reembolso generalmente se efectúa por el depositario previa orden remitida, expresamente, por la sociedad gestora. El reembolso podrá llevarse a cabo mediante cheque nominativo librado a favor del partícipe, transferencia a una cuenta del titular de las participaciones o entrega de efectivo directamente al partícipe.

NORMAS DE CONDUCTA
Y CONFLICTOS DE INTERESES

Las SGIIC, las entidades depositarias y aquellas IIC que revistan la forma de sociedad y cuya gestión integral no esté encomendada a una SGIIC, las entidades comercializadoras, así como quienes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, estarán sujetos a determinadas normas de conducta que ahora actualiza el Real Decreto.

Asimismo, se desarrolla con más detalle el régimen de conflictos de interés de las SGIIC, que garantizarán la independencia y la separación de las tareas y responsabilidades que puedan considerarse incompatibles entre sí o que sean susceptibles de generar conflictos de intereses sistemáticos.

La SGIIC y el depositario, en el ejercicio de sus funciones respectivas, actuarán honesta, equitativa y profesionalmente, y únicamente en el interés de la IIC y de los inversores de la IIC.

Finalmente, se recogen los requisitos para que una SGIIC pueda recurrir a los servicios de un intermediario principal. En especial, el intermediario principal deberá presentar una solvencia suficiente a juicio de la SGIIC para atender el cumplimiento de sus obligaciones. A estos efectos, esta deberá realizar un análisis del riesgo de crédito de la contraparte, utilizando metodologías apropiadas y considerando diferentes indicadores o parámetros de uso habitual en el mercado.

OTRAS NOVEDADES

En las disposiciones adicionales, se transpone la Directiva 2011/61/UE, de 8 de junio de 2011, en relación con la comercialización con pasaporte a inversores profesionales de las acciones participaciones de IIC en los siguientes supuestos: 1) fuera de la Unión Europea gestionadas por SGIIC autorizadas en un Estado miembro; 2) de la Unión Europea gestionadas por SGIIC no domiciliadas de la Unión Europea; 3) de un tercer Estado gestionadas por SGIIC no domiciliadas en la Unión Europea, y 4) los requisitos del depositario radicado en terceros países, quien, además de a los exigidos en la normativa española, deberá estar sujeto en ese país a medidas de regulación y supervisión prudenciales efectivas, incluido el capital mínimo obligatorio, que tengan el mismo efecto que las disposiciones previstas en el derecho de la Unión Europea.

Por último, se modifica el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, con un doble objetivo. Por un lado, transpone la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores. Para ello, se precisa que, cuando el precio final de la oferta y el número de valores que se vayan a ofertar al público no puedan incluirse en el folleto, deberán figurar en el folleto los criterios o las condiciones que van aparejadas para determinar los citados elementos o, en el caso del precio, el precio máximo. Por otro lado, realiza un ajuste mínimo para adaptar el citado real decreto al contenido de la Directiva 2014/51/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los poderes de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM).

Agencias de calificación crediticia: desarrollo de la normativa

Se han publicado varios reglamentos delegados de la Comisión Europea que desarrollan determinados apartados del Reglamento (CE) 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009⁵⁴, sobre las agencias de calificación crediticia

⁵⁴ Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 174 y 175.

registradas (ACC), modificado por el Reglamento (UE) 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo.

En concreto, son los siguientes: el *Reglamento Delegado (UE) 2015/1 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014* (DOUE del 6 de enero), que completa el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la información periódica sobre los honorarios cobrados por las ACC a efectos de la supervisión permanente por parte de la AEVM; el *Reglamento Delegado (UE) 2015/2 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014* (DOUE del 6 de enero), por el que se completa el Reglamento (CE) 1060/2009 en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la presentación de la información que las ACC comunican a la AEMV; y el *Reglamento Delegado (UE) 2015/3 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014* (DOUE del 6 de enero), que completa el Reglamento (CE) 1060/2009 en lo que atañe a las normas técnicas relativas a los requisitos de información aplicables a los instrumentos de financiación estructurada.

Los reglamentos delegados entraron en vigor el 26 de enero.

Mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social

Se ha publicado el *Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero* (BOE del 28) (en lo sucesivo, Real Decreto-ley), cuya entrada en vigor fue el 1 de marzo, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social.

Desde el punto de vista de la regulación financiera y fiscal, se destacan los siguientes apartados:

ACUERDO EXTRAJUDICIAL DE PAGOS

Las novedades más relevantes son: 1) la flexibilización del régimen vigente, asimilándolo al establecido para los acuerdos de refinanciación homologables judicialmente, regulados en la disposición adicional cuarta de la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal; 2) la ampliación de su ámbito de aplicación a las personas físicas que no tengan la condición de empresarios, regulándose además un procedimiento simplificado; 3) la posibilidad de extender los efectos del acuerdo a los acreedores con garantía real disidentes (anteriormente, el sometimiento al acuerdo de estos acreedores era voluntario), y 4) la potenciación de la figura del mediador concursal, introduciendo la posibilidad de que actúen como tal las Cámaras Oficiales de Comercio, Industria, Servicios y Navegación, si el deudor es empresario, o los notarios, si se trata de personas físicas no empresarios.

Otras novedades hacen referencia a la propuesta de acuerdo extrajudicial de pagos, que podrá contener cualquiera de las siguientes medidas: 1) esperas por un plazo no superior a diez años (antes no podía superar los tres años); 2) quitas sin especificar límite alguno (antes no podía superar el 25 % del importe de los créditos), y 3) la cesión de bienes o derechos a los acreedores en pago o para pago de la totalidad o de parte de sus créditos.

Además, se introducen otras dos medidas que solo son aplicables a los empresarios (quedan excluidas las restantes personas físicas): 1) la conversión de deuda en acciones o participaciones de la sociedad deudora, y 2) la conversión de deuda en préstamos participativos por un plazo no superior a diez años, en obligaciones convertibles o préstamos subordinados, en préstamos con intereses capitalizables o en cualquier otro instrumento financiero de rango, vencimiento o características distintas de la deuda original.

En el supuesto de que se incluya la cesión en pago de bienes o derechos a los acreedores, se ciñe exclusivamente a aquellos que no resulten necesarios para la continuación

de la actividad profesional o empresarial y que su valor razonable sea igual o inferior al crédito que se extingue. Si fuese superior, la diferencia se deberá integrar en el patrimonio del deudor. En ningún caso la propuesta podrá consistir en la liquidación global del patrimonio del deudor para satisfacción de sus deudas, ni podrá alterar el orden de prelación de créditos legalmente establecido, salvo que los acreedores postergados consientan expresamente.

La propuesta incluirá, además, un plan de pagos sobre el cumplimiento regular de las nuevas obligaciones, un plan de viabilidad para la continuación de la actividad profesional o empresarial que desarrollara y la fijación de una cantidad en concepto de alimentos para el deudor y su familia.

En relación con la aceptación del acuerdo extrajudicial de pagos, se aplican las mismas mayorías que las establecidas para los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente —si bien calculadas sobre la totalidad del pasivo que pudiera resultar afectado por el acuerdo, no sobre el pasivo financiero— y las mismas medidas:

- a) Si hubiera votado a favor de aquel el 60 % del pasivo que pudiera verse afectado por el acuerdo extrajudicial de pagos, los acreedores cuyos créditos no gocen de garantía real, o por la parte de los créditos que exceda del valor de la garantía real, quedarán sometidos a las esperas (ya sean de principal, de intereses o de cualquier otra cantidad adeudada) con un plazo no superior a cinco años, a quitas no superiores al 25 % del importe de los créditos, o a la conversión de deuda en préstamos participativos por un período máximo de cinco años. El acuerdo extrajudicial vinculará a los acreedores con garantía real por la parte de su crédito que no exceda del valor de la garantía si hubiesen votado a favor del acuerdo. Si estos no lo hubieran aceptado, quedarán vinculados a aquel si se consigue una mayoría del 65 % sobre el valor total de las garantías otorgadas.
- b) Si hubiera votado a favor de aquel el 75 % del pasivo que pudiera verse afectado por el acuerdo extrajudicial de pagos, los acreedores cuyos créditos no gocen de garantía real, o por la parte de los créditos que exceda del valor de la garantía real, quedarán sometidos a las esperas con un plazo de cinco años o más, pero en ningún caso superior a diez, a quitas superiores al 25 % del importe de los créditos, a la cesión de bienes o derechos en pago a los acreedores, a la conversión de deuda en acciones o participaciones de la sociedad deudora y a la conversión de deuda en préstamos participativos por un plazo no superior a diez años. En el caso de los acreedores disidentes con garantía real, quedarán vinculados si se consigue una mayoría del 80 % sobre el valor total de las garantías otorgadas.

Los acreedores que no hubieran aceptado o que hubiesen mostrado su disconformidad con el acuerdo y resultasen afectados por aquel, mantendrán sus derechos frente a los obligados solidariamente con el deudor y frente a sus fiadores o avalistas, quienes no podrán invocar la aprobación del acuerdo extrajudicial en perjuicio de aquellos.

Los acuerdos extrajudiciales de pagos adoptados por las mayorías y con los requisitos descritos no podrán ser objeto de rescisión concursal en un eventual concurso de acreedores posterior.

RÉGIMEN DE EXONERACIÓN DE DEUDAS DE LAS PERSONAS FÍSICAS

Finalmente, se regulan las funciones y la retribución del mediador concursal. Su remuneración dependerá del tipo de deudor, de su pasivo y activo, y del éxito alcanzado en la mediación.

El Real Decreto-ley instaura un régimen de exoneración de deudas para los deudores que sean personas físicas en el marco del procedimiento concursal, que tiene dos pilares fundamentales: que el deudor lo sea de buena fe y que se liquide previamente su patrimonio o que se declare la conclusión del concurso por insuficiencia de masa.

Se entenderá que concurre buena fe en el deudor siempre que cumpla una serie requisitos: 1) que en el concurso no haya sido declarado culpable; 2) que el deudor no haya sido condenado en sentencia firme por delitos contra el patrimonio, contra el orden socioeconómico, de falsedad documental, contra la Hacienda Pública y la Seguridad Social o contra los derechos de los trabajadores en los diez años anteriores a la declaración de concurso; 3) que, reuniendo los requisitos establecidos por la Ley, haya celebrado o, al menos, intentado celebrar un acuerdo extrajudicial de pagos, y 4) que haya satisfecho en su integridad los créditos contra la masa, los créditos concursales privilegiados y, al menos, el 25 % del importe de los créditos concursales ordinarios si no hubiera intentado un acuerdo extrajudicial de pagos previo. Cumplidas las anteriores condiciones, si la administración concursal y los acreedores personados muestran su conformidad a la petición del deudor o no se oponen a ella, el juez del concurso concederá, con carácter provisional, el beneficio de la exoneración del pasivo insatisfecho.

Si el deudor no cumple el requisito 4), alternativamente se presumirá su buena fe si cumple los requisitos 1), 2) y 3) y acepta someterse a un plan de pagos, colabora durante el concurso, no ha obtenido el beneficio de la exoneración en los últimos diez años, no ha rechazado una oferta de empleo adecuada a su capacidad dentro de los cuatro años anteriores al concurso y acepta que, durante cinco años, este beneficio se haga constar en el Registro Público Concursal. En este caso, el beneficio de la exoneración se extenderá a la parte insatisfecha de los siguientes créditos: 1) los créditos ordinarios y subordinados pendientes a la fecha de conclusión del concurso, exceptuando los créditos de derecho público y por alimentos, y 2) la parte de los créditos con garantía real que no haya podido satisfacerse con la ejecución de la garantía, salvo que quedara incluida, según su naturaleza, en alguna categoría distinta a crédito ordinario o subordinado. Las deudas que no queden exoneradas deberán ser satisfechas por el concursado dentro de los cinco años siguientes a la conclusión del concurso, salvo que tuvieran un vencimiento posterior. A tal efecto, el deudor deberá presentar una propuesta de plan de pagos que será aprobado por el juez en los términos en que se hubiera presentado o con las modificaciones que estime oportunas. El juez también podrá, atendiendo a las circunstancias del caso y previa audiencia de los acreedores, declarar la exoneración definitiva del pasivo insatisfecho del deudor que no hubiese cumplido en su integridad el plan de pagos, pero que hubiese destinado a su cumplimiento, al menos, la mitad de los ingresos percibidos durante ese período que no tuvieran la consideración de inembargables⁵⁵.

Cualquier acreedor concursal estará legitimado para solicitar del juez del concurso la revocación del beneficio de exoneración del pasivo insatisfecho cuando el deudor, durante los cinco años siguientes a su concesión: 1) incurriese en alguna de las circunstancias que

⁵⁵ Se entiende por ingresos inembargables los previstos en el Real Decreto-ley 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa.

hubiera impedido la concesión del beneficio de la exoneración del pasivo insatisfecho; 2) incumpliese la obligación de pago de las deudas no exoneradas conforme a lo dispuesto en el plan de pagos; 3) mejorase sustancialmente la situación económica del deudor, de manera que pudiera pagar todas las deudas pendientes sin detrimento de sus obligaciones de alimentos, o 4) se constatase la existencia de ingresos, bienes o derechos ocultados. Transcurrido ese plazo sin que se haya revocado el beneficio, el juez del concurso, a petición del deudor concursado, dictará auto reconociendo con carácter definitivo la exoneración del pasivo insatisfecho en el concurso.

PROTECCIÓN DE DEUDORES HIPOTECARIOS

Se introducen ciertas modificaciones en el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos. Así, en relación con el Código de Buenas Prácticas para deudores hipotecarios, se amplía el ámbito subjetivo, incrementándose el límite anual de renta de las familias beneficiarias, que se calculará con base en el IPREM anual de 14 mensualidades, incluyendo como nuevo supuesto de especial vulnerabilidad que el deudor sea mayor de 60 años —aunque no reúna los requisitos para ser considerado unidad familiar⁵⁶— y una nueva forma de cálculo del límite del precio de los bienes inmuebles adquiridos. Adicionalmente, se introduce la inaplicación definitiva de las cláusulas suelo de aquellos deudores situados en el nuevo umbral de exclusión que las tuvieran incluidas en sus contratos.

Por otro lado, se modifica la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social, con el fin de ampliar de dos a cuatro años la suspensión de lanzamientos cuando en un proceso judicial o extrajudicial de ejecución hipotecaria se hubiera adjudicado al acreedor, o a persona que actúe por su cuenta, la vivienda habitual de personas que se encuentren en los supuestos de especial vulnerabilidad y en las circunstancias económicas previstas en la citada ley. Dicho plazo comenzó con la entrada en vigor de la citada ley, por lo que termina el 15 de mayo de 2017.

MEDIDAS FISCALES

Entre las novedades introducidas en la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio, cabe reseñar la incorporación de la disposición adicional 43.^a para declarar la exención del impuesto con respecto a las rentas percibidas por los deudores que se pongan de manifiesto como consecuencia de quitas y daciones en pago de deudas fijadas en: 1) un convenio aprobado judicialmente; 2) un acuerdo de refinanciación judicialmente homologado; 3) un acuerdo extrajudicial de pagos, o 4) como consecuencia de exoneraciones del pasivo insatisfecho, siempre y cuando las deudas no deriven del ejercicio de actividades económicas.

OTRAS NOVEDADES

Se reseñan las siguientes novedades, que figuran en las disposiciones adicionales de la norma:

- 1) Se permite desempeñar funciones de mediación concursal, así como funciones adicionales que permitan auxiliar a los comerciantes en su actividad, a las Cámaras Oficiales de Comercio, Industria, Servicios y Navegación, así como a la Cámara Oficial de Comercio, Industria, Servicios y Navegación de España.

⁵⁶ Según lo previsto en el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, se entiende por unidad familiar la compuesta por el deudor, su cónyuge no separado legalmente o pareja de hecho inscrita y los hijos, con independencia de su edad, que residan en la vivienda, incluyendo los vinculados por una relación de tutela, guarda o acogimiento familiar.

- 2) Se determinan las remuneraciones del mediador concursal, que se calcularán mediante la aplicación sobre el activo y el pasivo de los porcentajes establecidos en el anexo del Real Decreto 1860/2004, de 6 de septiembre, que establece el arancel de derechos de los administradores concursales, con determinadas reducciones en función de si el deudor es persona natural sin actividad económica, persona natural empresario o una sociedad.
- 3) Se habilita una aplicación gratuita y de acceso confidencial en el sitio web del Ministerio de Economía y Competitividad para que cualquier interesado pueda determinar su situación de solvencia a efectos de la aplicación de las medidas urgentes para la reducción de la carga financiera.
- 4) Finalmente, en relación con la adhesión al «Código de Buenas Prácticas para la reestructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual», se entenderá automáticamente aplicable a las entidades que ya estuvieran adheridas a redacciones anteriores de aquel, siempre que no comuniquen expresamente su voluntad de no adhesión en el plazo de un mes a la versión dada en esta norma.

Desindexación de la economía española

Se ha publicado la *Ley 2/2015, de 30 de marzo (BOE del 31)* (en adelante, la Ley), que entró en vigor el 1 de abril, de desindexación de la economía española. Su objetivo es el establecimiento de un régimen basado en que los valores monetarios no sean revisados en virtud de índices de precios o fórmulas que lo contengan⁵⁷, salvo los casos previstos al efecto en los que tal revisión sea indispensable.

La Ley se aplicará a: 1) las revisiones de cualquier valor monetario en cuya determinación intervenga el sector público, que abarca la totalidad de los conceptos que son objeto de revisión en la legislación vigente, incluyendo, entre otros, precios de contratos públicos, tasas, precios y tarifas regulados, subvenciones, prestaciones, ayudas, multas y sanciones o valores referenciales, y 2) las revisiones periódicas o no periódicas de rentas de arrendamientos rústicos y urbanos, contraprestaciones de arrendamientos de servicios, suministros y rentas vitalicias o valores monetarios en cualquier otro contrato celebrado entre particulares.

Quedan excluidos del ámbito de la Ley: 1) la negociación salarial colectiva; 2) las revisiones, revalorizaciones o actualizaciones previstas para las pensiones, y 3) los instrumentos financieros contemplados en la Ley 24/1988, de 28 de julio, como son los valores negociables y los derivados.

RÉGIMEN APLICABLE EN EL ÁMBITO DEL SECTOR PÚBLICO

En este ámbito, la ley establece: 1) un régimen específico para la revisión periódica y predeterminada de valores monetarios, y 2) otro aplicable a la revisión periódica no predeterminada, y a la revisión no periódica de valores monetarios.

En relación con el primero, los valores monetarios no podrán ser objeto de revisión periódica y predeterminada en función de precios, índices de precios o fórmulas que los contengan. Excepcionalmente, se podrá aprobar un régimen de revisión periódica y predeterminada de los valores, siempre que sea en función de precios individuales e índices

⁵⁷ La indexación es una práctica que permite modificar los valores monetarios de las variables económicas, de acuerdo con la variación de un índice de precios a lo largo de un período.

específicos de precios, cuando la naturaleza recurrente de los cambios en los costes de la actividad así lo requiera. Los índices específicos aplicables deberán tener la mayor desagregación posible de entre los disponibles al público, a efectos de reflejar de la forma más adecuada la evolución de los costes, evaluados conforme al principio de eficiencia económica y buena gestión empresarial.

Respecto al régimen aplicable a la revisión periódica no predeterminada y a la revisión no periódica de valores monetarios, los valores monetarios podrán ser objeto de revisión periódica no predeterminada o de revisión no periódica siempre que se justifique en una memoria económica específica para este fin, cuyo contenido se desarrollará reglamentariamente. Esta revisión no podrá realizarse en función de índices de precios o fórmulas que los contengan. Excepcionalmente, si estuviera motivada por la evolución de los costes, la revisión podrá realizarse en función de los precios individuales e índices específicos de precios que mejor reflejen dicha evolución de los costes, evaluados conforme al principio de eficiencia económica y buena gestión empresarial. La memoria económica deberá, en estos casos, justificar el cumplimiento de tales condiciones.

En ambos regímenes, las revisiones no incluirán la variación de los costes financieros, las amortizaciones, los gastos generales o de estructura ni el beneficio industrial. Podrán, no obstante, incluir la variación de los costes de mano de obra en los supuestos y con los límites que se establezcan en el desarrollo reglamentario de la ley.

RÉGIMEN APPLICABLE
EN EL ÁMBITO DEL SECTOR
PRIVADO

En el régimen aplicable a los contratos entre partes privadas, solo procederá la revisión periódica de valores monetarios cuando se haya pactado expresamente, es decir, se mantiene la libertad de las partes para acordar lo que estimen oportuno. En el supuesto de que no haya pacto o de que las partes hubiesen acordado explícitamente la aplicación de algún mecanismo de revisión periódica, pero no detallasen el índice o metodología de referencia, será aplicable un índice de referencia, el Índice de Garantía de la Competitividad (IGC), elaborado conforme viene recogido en el anexo de la ley.

El IGC, de cuyo cálculo y publicación mensual será responsable el Instituto Nacional de Estadística (INE), establece una tasa de revisión de precios coherente con la recuperación de competitividad frente a la zona del euro. Esta tasa será igual a la del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) de la UEM menos una parte de la pérdida de competitividad acumulada por España desde 1999. Cuando la tasa de variación de este índice se sitúe por debajo de 0 %, se tomará este valor como referencia, lo que equivaldría a la aplicación de la regla de no revisión. Cuando la tasa de variación de este índice supere el objetivo a medio plazo de inflación anual del BCE (2 %), se tomará este valor como referencia (de esta forma, se asegura que los contratos a los que se aplique este nuevo índice contribuyan a garantizar el mantenimiento de la competitividad de la economía en el medio plazo).

7.4.2015.

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/bde/es/areas/estadis/>).

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2010 = 100.
Componentes de la demanda. España y zona del euro 4*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2010 = 100.
Componentes de la demanda. España: detalle 5*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2010 = 100.
Ramas de actividad. España 6*
- 1.4 PIB. Deflactores implícitos. España 7*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 8*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 9*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 10*
- 2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 11*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 12*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 13*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 14*

DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 15*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción).
España 16*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.
España 17*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 18*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro (CNAE 2009) 19*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.
España y zona del euro (CNAE 2009) 20*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 21*

MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 22*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 23*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 24*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 25*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones.
España 26*
- 4.6 Convenios colectivos. España 27*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 28*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 29*

PRECIOS	5.1 Índice de precios de consumo. España. Base 2011=100 30*
	5.2 Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100 31*
	5.3 Índice de precios industriales. España y zona del euro. Base 2010=100 32*
	5.4 Índices del valor unitario del comercio exterior de España 33*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1 Administraciones Públicas. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación 34*
	6.2 Administraciones Públicas. Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) 35*
	6.3 Estado. Recursos y empleos según la Contabilidad Nacional. España 36*
	6.4 Estado. Operaciones financieras. España ¹ 37*
	6.5 Estado. Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo. España ¹ 38*
	6.6 Comunidades Autónomas. Capacidad (+) o Necesidad (-) de financiación 39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1 Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente ¹ (BE) 40*
	7.2 Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE) 41*
	7.3 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones 42*
	7.4 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones 43*
	7.5 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial 44*
	7.6 Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE) 45*
	7.7 Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones ¹ (BE) 46*
	7.8 Activos de reserva de España ¹ (BE) 47*
	7.9 Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE) 48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1 Balance consolidado del Eurosistema (A) y Balance consolidado del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE) 49*
	8.2 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 50*
	8.3 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE) 51*
	8.4 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 52*
	8.5 Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE) 53*
	8.6 Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE) 54*
	8.7 Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 55*

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

	8.8	Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE) 56*
	8.9	Crédito de entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades 57*
	8.10	Cuenta de resultados de entidades de depósito, residentes en España (BE) 58*
	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*
	8.13	Otras entidades financieras: balance financiero consolidado 61*
TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD	9.1	Tipos de interés. Eurosistema y Mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 62*
	9.2	Tipos de interés. mercados de valores españoles a corto y a largo plazo ¹ (BE) 63*
	9.3	Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito. (CBE 4/2002) ¹ (BE) 64*
	9.4	Índices de competitividad de España frente a la UE 28 y a la zona del euro 65*
	9.5	Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 66*

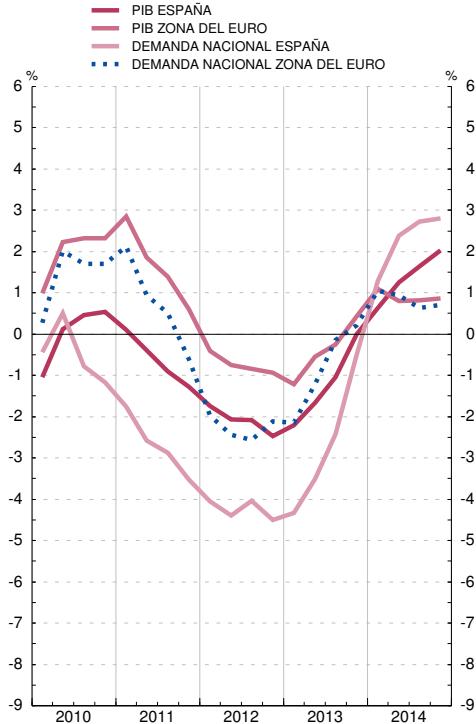
¹ Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2010=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

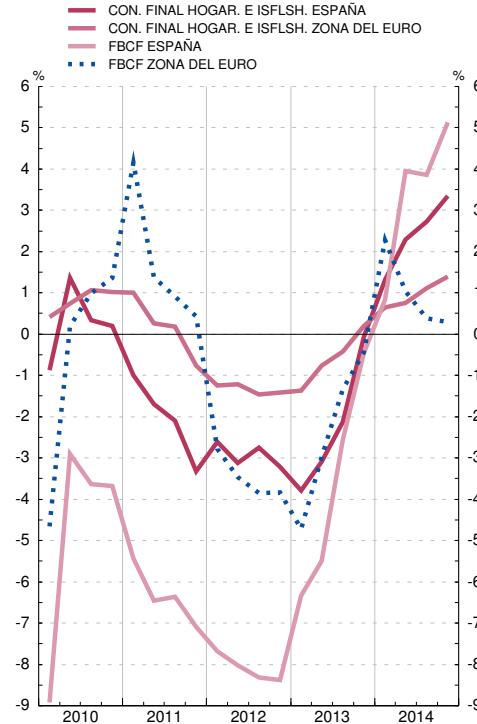
■ Serie representada gráficamente.

	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		Tasas de variación interanual		
	España	Zona del euro	España (b)	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	
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	
11 P	-0,6	1,7	-2,0	0,2	-0,3	-0,2	-6,3	1,7	-2,7	0,7	7,4	6,8	-0,8	4,6	1 075	9 794	
12 P	-2,1	-0,7	-2,9	-1,3	-3,7	-0,1	-8,1	-3,5	-4,2	2,3	1,2	2,6	-6,3	-1,0	1 055	9 846	
13 A	-1,2	-0,4	-2,3	-0,6	-2,9	0,2	-3,8	-2,4	-2,7	-0,8	4,3	2,1	-0,5	1,3	1 049	9 936	
12 I	P	-1,7	-0,4	-2,6	-1,2	-2,3	0,0	-7,7	-2,8	-4,0	-2,0	0,2	2,9	-7,9	-0,8	266	2 459
//	P	-2,1	-0,8	-3,1	-1,2	-3,2	-0,1	-8,0	-3,5	-4,4	-2,4	0,9	2,8	-7,4	-1,2	264	2 458
///	P	-2,1	-0,8	-2,7	-1,5	-4,3	-0,1	-8,3	-3,9	-4,0	-2,6	2,1	2,8	-4,6	-1,2	264	2 464
/V	P	-2,5	-0,9	-3,2	-1,4	-5,0	-0,4	-8,4	-3,8	-4,5	-2,1	1,5	2,0	-5,3	-0,7	262	2 465
13 I	A	-2,2	-1,2	-3,8	-1,4	-4,5	-0,1	-6,3	-4,7	-4,3	-2,1	-0,0	1,1	-7,3	-1,0	262	2 464
//	A	-1,7	-0,6	-3,1	-0,8	-3,6	0,1	-5,5	-3,0	-3,5	-1,2	7,3	2,1	1,3	0,7	262	2 481
///	A	-1,0	-0,2	-2,1	-0,4	-2,4	0,4	-2,6	-1,3	-2,4	-0,1	4,9	1,8	0,5	2,3	262	2 489
/V	A	0,0	0,4	-0,1	0,2	-1,1	0,5	-0,5	-0,4	-0,5	0,2	5,1	3,5	3,8	3,2	263	2 502
14 I	A	0,6	1,1	1,3	0,6	0,3	0,6	0,8	2,3	1,3	1,0	6,4	3,6	9,4	3,7	262	2 516
//	A	1,2	0,8	2,3	0,8	0,3	0,6	3,9	1,0	2,4	0,9	1,0	3,1	4,9	3,7	264	2 522
///	A	1,6	0,8	2,7	1,1	0,3	0,7	3,9	0,4	2,7	0,6	4,5	4,0	8,6	3,9	266	2 533
/V	A	2,0	0,9	3,3	1,4	-0,5	0,8	5,1	0,3	2,8	0,7	4,7	4,1	7,7	4,0	267	2 546

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 2010) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC2010, series corregidas de efectos estacionales y de calendario; zona del euro: elaborado según el SEC2010. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo. Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rubrica 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.

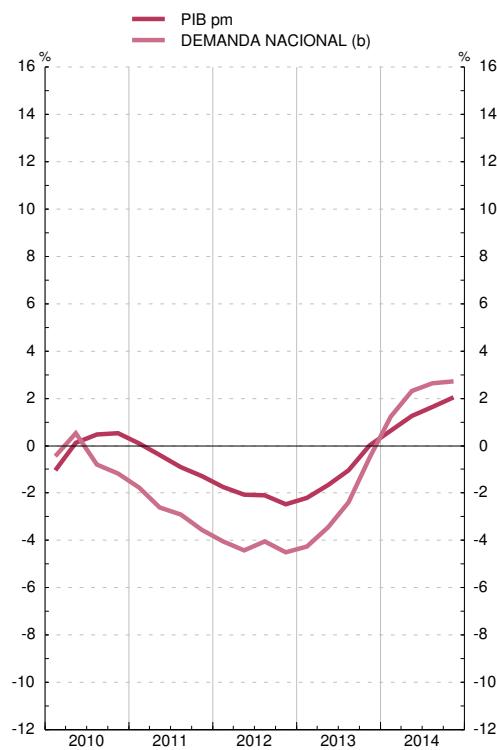
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2010=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo						Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Activos fijos materiales			Activos fijos inmateriales	Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios			Del cual	Importación de bienes y servicios			Pro memoria		
			Total	Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados			Total	Bienes	Servicios	Consumo final de no residentes en territorio económico	Del cual	Total	Bienes	Servicios	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Demandada nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
11	P	-6,3	-7,2	-10,6	0,8	0,5	-0,0	7,4	8,0	6,1	6,0	-0,8	-0,3	-2,9	-4,7	-2,7	-0,6
12	P	-8,1	-9,2	-9,3	-9,0	-0,2	-0,1	1,2	1,2	1,0	-0,7	-6,3	-6,4	-6,0	-7,4	-4,3	-2,1
13	A	-3,8	-4,2	-9,2	5,6	-1,3	0,1	4,3	5,7	0,9	2,9	-0,5	0,4	-4,7	1,9	-2,7	-1,2
12 I	P	-7,7	-8,8	-10,1	-6,1	0,5	-0,3	0,2	-0,8	2,6	0,2	-7,9	-7,5	-10,3	-8,9	-4,1	-1,7
//	P	-8,0	-9,0	-9,3	-8,4	-1,0	-0,3	0,9	0,6	1,4	-1,3	-7,4	-7,7	-5,5	-2,5	-4,4	-2,1
///	P	-8,3	-9,7	-8,9	-11,1	1,0	0,3	2,1	2,3	1,8	0,6	-4,6	-4,8	-3,4	-9,4	-4,1	-2,1
/IV	P	-8,4	-9,4	-8,8	-10,6	-1,4	0,1	1,5	2,9	-1,5	-2,4	-5,3	-5,4	-4,9	-8,7	-4,5	-2,5
13 I	A	-6,3	-7,0	-7,4	-6,2	-2,3	0,3	-0,0	0,0	-0,3	0,9	-7,3	-8,3	-2,0	-3,3	-4,3	-2,2
//	A	-5,5	-6,4	-11,4	3,4	-0,0	0,3	7,3	10,4	0,2	2,3	1,3	2,3	-3,9	-1,8	-3,5	-1,7
///	A	-2,6	-2,6	-9,7	11,4	-2,7	-0,1	4,9	6,9	0,3	2,4	0,5	2,1	-7,4	4,4	-2,4	-1,0
/IV	A	-0,5	-0,5	-8,3	14,7	-0,3	-0,1	5,1	5,8	3,3	6,0	3,8	5,7	-5,2	8,4	-0,5	0,0
14 I	A	0,8	0,7	-7,4	15,8	1,8	0,3	6,4	6,7	5,7	6,2	9,4	10,1	5,9	6,8	1,2	0,6
//	A	3,9	4,3	-0,7	12,9	1,7	0,2	1,0	0,8	1,6	3,9	4,9	4,8	5,4	10,0	2,3	1,2
///	A	3,9	3,9	0,1	10,2	3,4	0,3	4,5	5,5	2,4	1,3	8,6	8,7	7,8	9,0	2,6	1,6
/IV	A	5,1	5,5	2,4	10,3	3,1	-0,1	4,7	5,3	3,4	3,3	7,7	7,5	8,7	8,7	2,7	2,0

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2010).

a. Elaborado según el SEC2010, series corregidas de efectos estacionales y de calendario.

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 2010=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

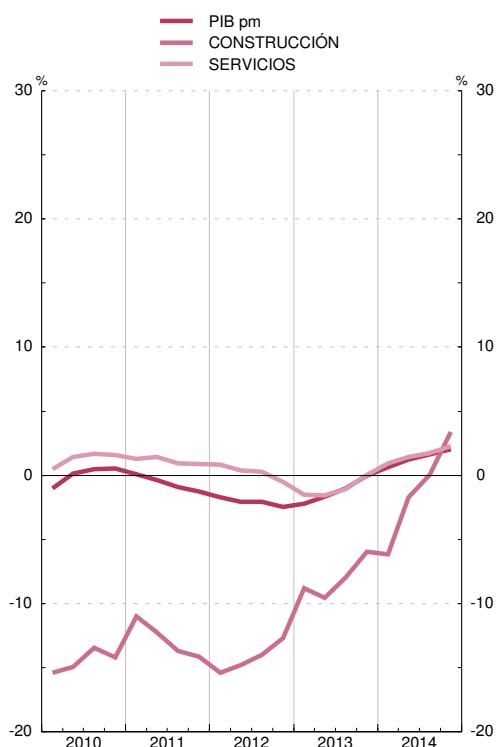
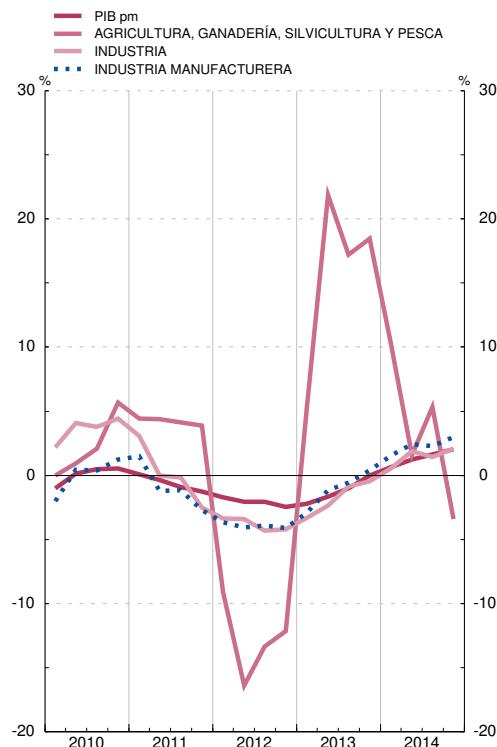
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Producto interior bruto a precios de mercado	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Industria		Construcción	Servicios									Impuestos netos sobre los productos
			Del cual			Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración Pública, Sanidad y Educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios		
			Total	Industria manufacturera		6	7	8	9	10	11	12	13		
11	P	-0,6	4,2	0,1	-0,9	-12,7	1,1	1,3	-0,5	-2,0	3,0	2,7	0,5	0,8	-5,2
12	P	-2,1	-12,8	-3,8	-4,0	-14,3	0,2	0,4	2,6	-3,4	2,4	-0,5	-0,6	-0,3	-4,4
13	A	-1,2	15,6	-1,8	-1,1	-8,1	-1,0	-0,7	-2,8	-7,8	1,1	-1,1	-1,3	1,5	-1,5
12 /	P	-1,7	-9,1	-3,3	-3,7	-15,4	0,8	0,8	2,7	-2,1	2,6	1,0	-0,1	0,9	-4,9
//	P	-2,1	-16,4	-3,4	-4,1	-14,8	0,4	0,2	2,6	-2,5	2,0	0,2	-0,1	0,2	-4,4
///	P	-2,1	-13,4	-4,3	-3,9	-14,0	0,3	0,7	3,5	-4,2	2,4	0,0	-0,9	-0,4	-4,2
/V	P	-2,5	-12,1	-4,2	-4,1	-12,7	-0,5	-0,0	1,6	-4,9	2,6	-3,2	-1,3	-1,9	-4,2
13 /	A	2,2	5,3	-3,3	-2,9	-8,8	-1,5	-1,5	-3,2	-6,2	1,7	-2,4	-1,9	-0,3	-2,9
//	A	-1,7	21,9	-2,4	-1,2	-9,6	-1,6	-1,5	-2,9	-9,1	1,6	-2,4	-1,8	1,1	-1,5
///	A	-1,0	17,2	-0,9	-0,6	-8,0	-1,1	-0,8	-3,5	-7,9	0,3	-1,0	-0,9	1,4	-1,1
/V	A	0,0	18,4	-0,5	0,4	-6,0	0,0	0,9	-1,6	-8,2	0,8	1,3	-0,7	3,8	-0,6
14 /	A	0,6	10,3	0,5	1,5	-6,2	0,9	1,9	1,3	-6,5	1,3	1,4	0,2	3,6	-0,0
//	A	1,2	1,6	1,9	2,4	-1,7	1,4	2,6	0,8	-5,3	1,9	2,0	0,6	2,4	0,5
///	A	1,6	5,3	1,5	2,3	0,0	1,7	3,0	2,0	-5,4	2,5	2,3	0,6	2,5	1,1
/V	A	2,0	-3,4	2,1	3,0	3,4	2,3	3,7	2,4	-4,6	2,3	4,8	0,5	3,0	1,0

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2010).

a. Elaborado según el SEC2010, series corregidas de efectos estacionales y de calendario.

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

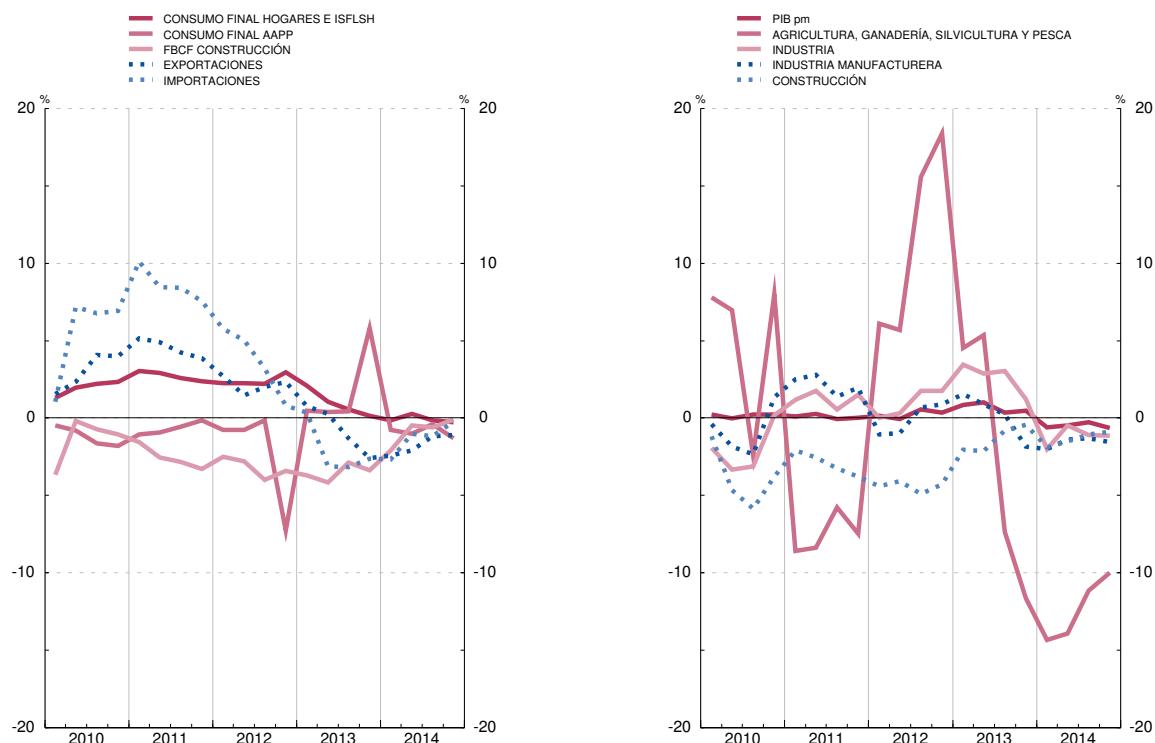
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Producto interior bruto a precios mercado	Ramas de actividad													
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios		Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca			Industria			Servicios						
				Total	Activos fijos materiales	Activos fijos inmateriales					Del cual	Industria manufaturera	Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración pública, salud y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios			
				Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados	Bienes de equipo y activos cultivados					10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
11	P	2,7	-0,7	-1,3	-2,5	0,5	0,8	4,5	8,5	0,1	-7,6	1,2	2,2	-2,9	0,3	1,1	-0,9	-5,0	3,5	0,4	-0,9	0,4	
12	P	2,4	-2,2	-1,5	-3,2	0,8	0,4	2,1	3,7	0,2	11,4	1,0	-0,1	-4,4	-0,2	0,8	-2,3	3,3	2,0	-1,2	-2,8	0,4	
13	A	0,9	1,7	-3,1	-3,5	-4,2	0,9	-0,8	-2,2	0,7	-2,7	2,7	0,2	-1,4	-0,3	-0,4	-4,7	-5,4	1,1	-0,9	1,7	-1,6	
12 I	P	2,2	-0,8	-1,0	-2,5	1,4	0,3	2,7	5,8	0,1	6,1	0,0	-1,1	-4,4	0,5	0,5	-2,1	7,7	2,5	-1,6	-0,8	-0,1	
II	P	2,2	-0,7	-1,3	-2,8	1,1	0,3	1,5	5,0	-0,1	5,7	0,3	-1,0	-4,1	0,4	0,3	-2,0	15,8	2,1	-1,9	-2,2	0,1	
III	P	2,2	-0,2	-2,1	-4,0	0,5	0,3	2,0	3,2	0,6	15,6	1,8	0,7	-4,9	-0,3	1,0	-2,4	-5,6	1,9	-1,6	-1,2	0,2	
IV	P	2,9	-7,3	-1,8	-3,4	0,2	0,5	2,3	0,8	0,3	18,4	1,8	0,9	-4,3	-1,4	1,4	-2,8	-4,0	1,6	0,5	-7,2	1,2	
13 I	A	2,0	0,5	-3,0	-3,7	-3,3	0,9	0,8	0,3	0,8	4,5	3,5	1,6	-2,0	-0,2	0,4	-4,3	-6,7	1,1	-0,6	1,1	-1,2	
II	A	1,0	0,4	-3,5	-4,1	-4,4	0,8	0,2	-3,1	1,0	5,3	2,9	0,9	-2,1	-0,7	0,0	-4,6	-7,0	1,0	-0,7	-0,2	-1,5	
III	A	0,5	0,4	-2,8	-2,9	-4,6	1,1	-1,3	-3,2	0,4	-7,3	3,1	0,2	-0,8	-0,4	-0,6	-5,1	-3,3	1,2	-0,7	0,8	-1,8	
IV	A	0,1	5,8	-3,0	-3,4	-4,2	0,7	-2,6	-2,6	0,5	-11,7	1,2	-1,8	-0,4	0,2	-1,5	-4,8	-4,2	0,9	-1,7	5,6	-2,1	
14 I	A	-0,2	-0,7	-1,8	-2,1	-2,3	0,7	-2,4	-2,7	-0,6	-14,3	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-1,2	-4,8	8,0	0,8	-1,0	0,2	-0,6	
II	A	0,2	-1,0	-0,3	-0,5	-0,5	0,6	-2,1	-1,0	-0,5	-13,9	-0,5	-1,4	-1,5	0,1	-0,6	-4,4	10,7	0,7	-1,4	0,1	-0,2	
III	A	-0,2	-0,4	-0,4	-0,6	-0,3	0,2	-1,2	-1,2	-0,3	-11,2	-1,1	-1,3	-1,0	-0,0	-0,9	-4,7	14,5	0,3	-1,4	-0,0	-0,6	
IV	A	-0,3	-1,3	0,2	-0,1	0,5	0,2	-1,1	-0,2	-0,6	-10,0	-1,1	-1,5	-0,9	-0,5	-1,6	-4,4	12,6	0,1	-1,6	-0,3	-0,9	

PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual

PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2010).

a. Elaborado según el SEC2010, series corregidas de efectos estacionales y de calendario.

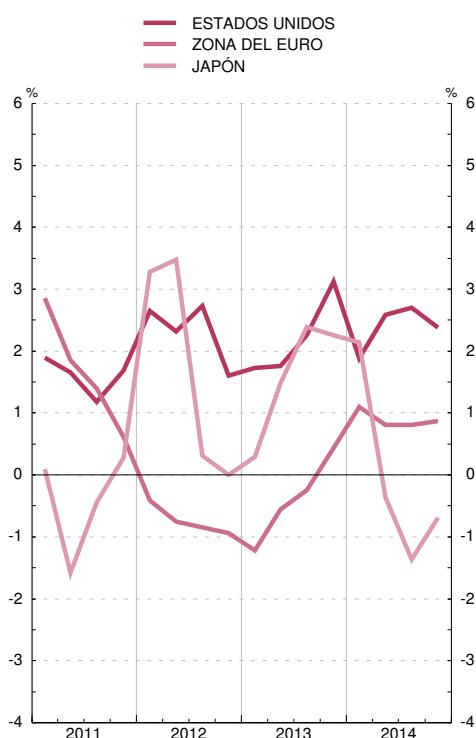
b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo. Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rubrica Importaciones de bienes y servicios.

2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

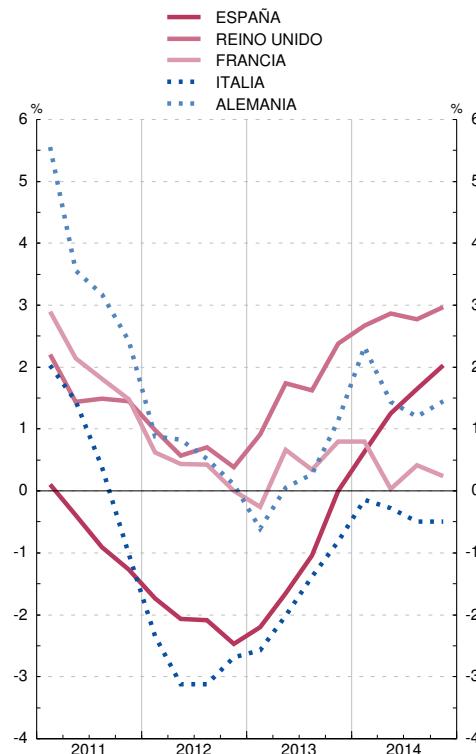
■ Serie representada gráficamente.

										Tasas de variación interanual	
	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
12		1,3	-0,4	-0,7	0,6	-2,1	2,3	0,4	-2,8	1,7	0,7
13		1,4	0,1	-0,4	0,2	-1,2	2,2	0,4	-1,7	1,6	1,7
14		1,8	1,3	0,9	1,6	1,4	2,4	0,4	-0,4	-0,1	2,8
11 /V		1,6	0,8	0,6	2,4	-1,3	1,7	1,5	-1,0	0,3	1,5
12 /		1,8	-0,1	-0,4	0,9	-1,7	2,6	0,6	-2,3	3,3	1,0
//		1,6	-0,4	-0,8	0,8	-2,1	2,3	0,4	-3,1	3,5	0,6
/III		1,2	-0,5	-0,8	0,5	-2,1	2,7	0,4	-3,1	0,3	0,7
/IV		0,7	-0,7	-0,9	0,1	-2,5	1,6	0,0	-2,7	0,0	0,4
13 /		0,8	-0,7	-1,2	-0,6	-2,2	1,7	-0,3	-2,6	0,3	0,9
//		1,1	-0,1	-0,6	0,1	-1,7	1,8	0,7	-2,0	1,5	1,7
/III		1,6	0,2	-0,2	0,3	-1,0	2,3	0,3	-1,4	2,4	1,6
/IV		2,2	0,9	0,4	1,1	0,0	3,1	0,8	-0,8	2,3	2,4
14 /		1,9	1,4	1,1	2,3	0,6	1,9	0,8	-0,1	2,1	2,7
//		1,9	1,3	0,8	1,4	1,2	2,6	0,0	-0,3	-0,4	2,9
/III		1,8	1,2	0,8	1,2	1,6	2,7	0,4	-0,5	-1,4	2,8
/IV		1,8	1,3	0,9	1,5	2,0	2,4	0,2	-0,5	-0,7	3,0

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.

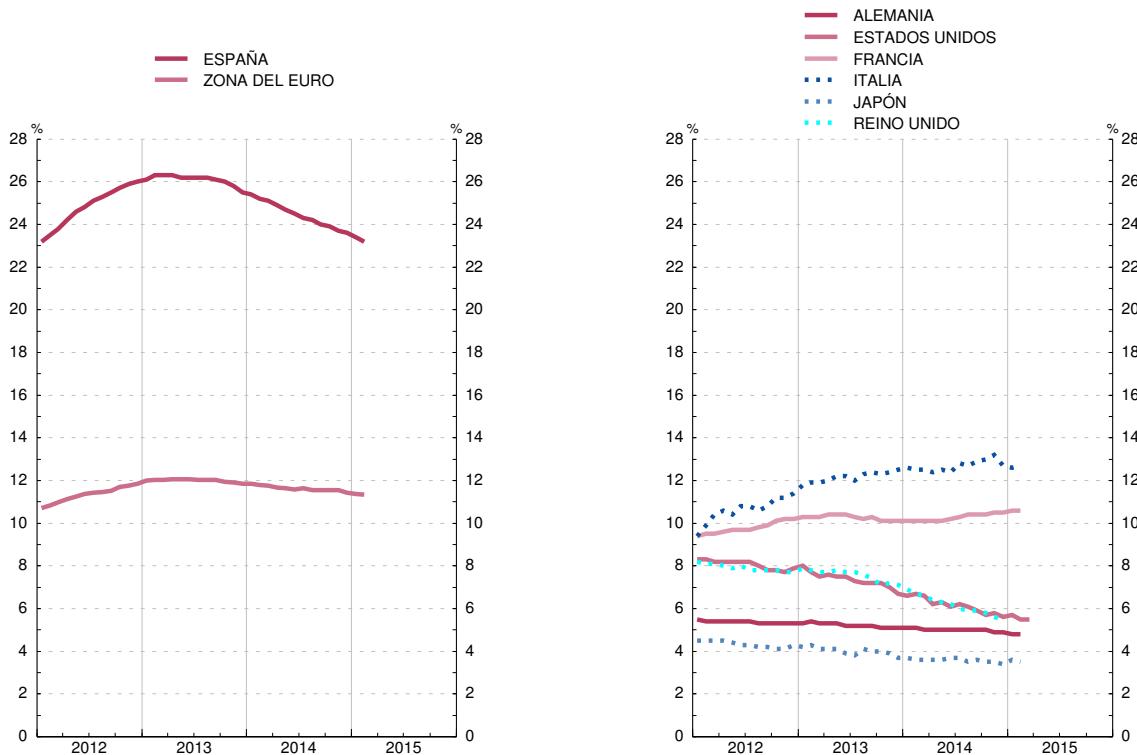
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
12	7,9	10,5	11,4	5,4	24,8	8,1	9,8	10,6	4,3	7,9	
13	7,9	10,9	12,0	5,2	26,1	7,4	10,3	12,2	4,0	7,6	
14	7,3	10,2	11,6	5,0	24,5	6,1	10,3	12,7	3,6	6,1	
13 Oct	7,8	10,7	11,9	5,1	26,0	7,2	10,1	12,3	4,0	7,1	
Nov	7,7	10,7	11,9	5,1	25,8	7,0	10,1	12,4	3,9	7,2	
Dic	7,6	10,6	11,9	5,1	25,5	6,7	10,1	12,5	3,7	7,1	
14 Ene	7,6	10,6	11,8	5,1	25,4	6,6	10,1	12,6	3,7	6,9	
Feb	7,6	10,5	11,8	5,1	25,2	6,7	10,1	12,5	3,6	6,7	
Mar	7,5	10,4	11,7	5,0	25,1	6,6	10,1	12,5	3,6	6,6	
Abr	7,4	10,3	11,7	5,0	24,9	6,2	10,1	12,4	3,6	6,4	
May	7,4	10,3	11,6	5,0	24,7	6,3	10,1	12,5	3,6	6,3	
Jun	7,3	10,2	11,6	5,0	24,5	6,1	10,2	12,4	3,7	6,2	
Jul	7,4	10,2	11,6	5,0	24,3	6,2	10,3	12,8	3,7	6,0	
Ago	7,3	10,1	11,5	5,0	24,2	6,1	10,4	12,7	3,5	5,9	
Sep	7,3	10,1	11,5	5,0	24,0	5,9	10,4	12,9	3,6	5,9	
Oct	7,2	10,1	11,5	5,0	23,9	5,7	10,4	13,0	3,5	5,8	
Nov	7,2	10,0	11,5	4,9	23,7	5,8	10,5	13,2	3,5	5,6	
Dic	7,0	9,9	11,4	4,9	23,6	5,6	10,5	12,7	3,4	5,5	
15 Ene	7,1	9,9	11,4	4,8	23,4	5,7	10,6	12,6	3,6	...	
Feb	7,0	9,8	11,3	4,8	23,2	5,5	10,6	12,7	3,5	...	
Mar	...	...	...	...	...	5,5	...	...	...	...

TASAS DE PARO

TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

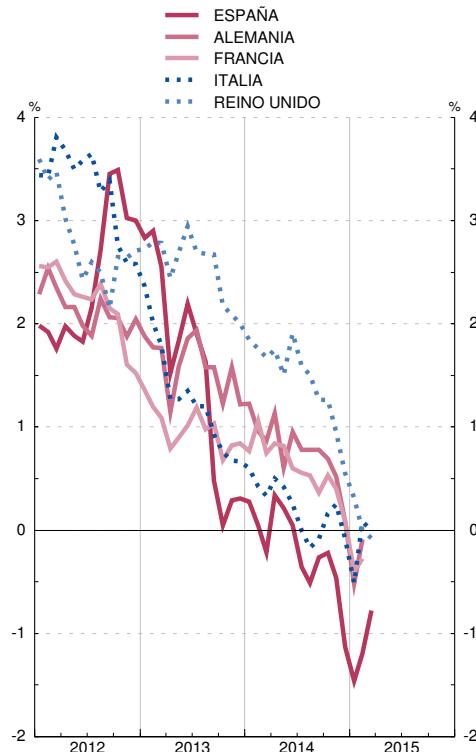
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
12	2,3	2,6	2,5	2,1	2,4	2,1	2,2	3,3	-0,0	2,8	
13	1,6	1,5	1,4	1,6	1,5	1,5	1,0	1,3	0,4	2,6	
14	1,7	0,6	0,4	0,8	-0,2	1,6	0,6	0,2	2,7	1,5	
13 Oct	1,3	0,9	0,7	1,2	0,0	0,9	0,7	0,8	1,1	2,2	
Nov	1,5	1,0	0,9	1,6	0,3	1,2	0,8	0,7	1,6	2,1	
Dic	1,6	1,0	0,8	1,2	0,3	1,5	0,8	0,7	1,6	2,0	
14 Ene	1,6	0,9	0,8	1,2	0,3	1,6	0,8	0,6	1,4	1,8	
Feb	1,4	0,8	0,7	1,0	0,1	1,1	1,1	0,4	1,5	1,8	
Mar	1,6	0,6	0,5	0,9	-0,2	1,6	0,7	0,3	1,6	1,7	
Abr	2,0	0,8	0,7	1,1	0,3	2,0	0,8	0,5	3,4	1,7	
May	2,1	0,6	0,5	0,6	0,2	2,2	0,8	0,4	3,7	1,5	
Jun	2,1	0,7	0,5	1,0	0,0	2,1	0,6	0,2	3,6	1,9	
Jul	2,0	0,5	0,4	0,8	-0,4	2,1	0,6	-	3,4	1,6	
Ago	1,8	0,5	0,4	0,8	-0,5	1,7	0,5	-0,2	3,3	1,5	
Sep	1,7	0,4	0,3	0,8	-0,3	1,7	0,4	-0,1	3,3	1,3	
Oct	1,8	0,5	0,4	0,7	-0,2	1,7	0,5	0,2	2,9	1,3	
Nov	1,5	0,3	0,3	0,5	-0,5	1,3	0,4	0,3	2,4	0,9	
Dic	1,1	-0,1	-0,2	0,1	-1,1	0,7	0,1	-0,1	2,4	0,5	
15 Ene	0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-1,5	-0,1	-0,4	-0,5	2,4	0,3	
Feb	0,6	-0,2	-0,3	-0,1	-1,2	-0,1	-0,3	0,1	2,2	-	
Mar	...	...	-0,1	...	-0,8	...	...	-	...	-0,1	

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.

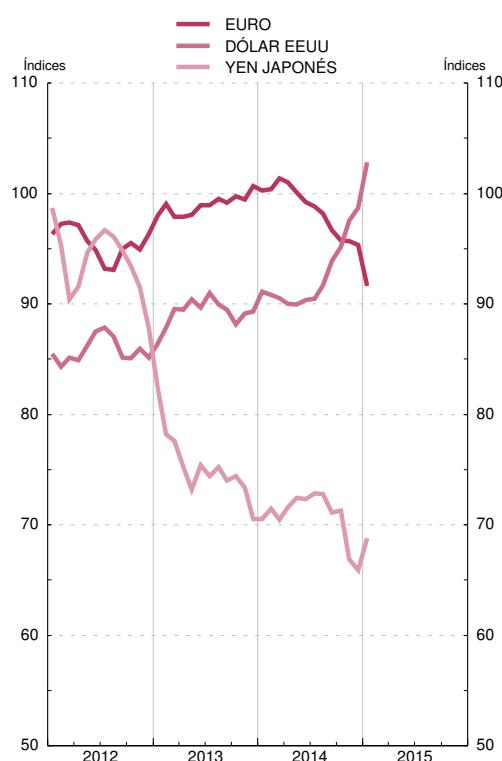
Media de cifras diarias

	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 euro/ecu/euro	Yen japonés por euro/ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
12	1,2854	102,61	79,81	97,9	76,8	131,7	95,6	85,8	93,9	92,9	94,7	88,7
13	1,3281	129,69	97,64	101,7	79,5	106,8	98,9	89,2	75,3	96,4	98,2	72,1
14	1,3286	140,38	105,87	102,2	82,3	98,8	98,6	92,5	70,8	96,3	101,4	68,3
14 E-M	1,3698	140,81	102,80	103,9	80,6	100,1	100,7	90,8	70,8	97,9	99,4	68,0
15 E-M	1,1267	134,17	119,11	...	93,9	95,2	91,6	102,8	68,8	...	108,7	66,2
14 Ene	1,3610	141,47	103,94	103,4	80,9	99,4	100,3	91,1	70,5	97,5	99,5	67,7
Feb	1,3659	139,35	102,02	103,6	80,7	101,0	100,4	90,8	71,4	97,6	99,4	68,5
Mar	1,3823	141,48	102,35	104,6	80,3	100,1	101,3	90,5	70,5	98,5	99,4	67,8
Abr	1,3813	141,62	102,53	104,5	80,1	99,8	101,0	90,0	71,6	98,5	99,3	69,2
May	1,3732	139,74	101,76	103,8	79,9	100,7	100,1	90,0	72,4	97,9	99,1	69,9
Jun	1,3592	138,72	102,06	103,0	80,2	100,8	99,3	90,4	72,3	97,1	99,3	70,0
Jul	1,3539	137,72	101,72	102,6	80,0	101,2	98,8	90,4	72,8	96,6	99,2	70,4
Ago	1,3316	137,11	102,97	101,9	81,3	101,0	98,2	91,7	72,8	96,0	100,9	70,2
Sep	1,2901	138,39	107,28	100,4	83,4	98,5	96,7	93,9	71,1	94,7	103,3	68,6
Oct	1,2673	136,85	107,99	99,6	84,8	98,9	95,8	95,2	71,3	93,9	104,4	68,9
Nov	1,2472	145,03	116,28	99,5	87,0	92,7	95,7	97,5	66,9	94,0	106,1	64,8
Dic	1,2331	147,06	119,26	99,6	88,4	91,2	95,3	98,7	65,9	94,0	106,8	64,0
15 Ene	1,1621	137,47	118,28	...	91,8	94,5	91,6	102,8	68,8	...	108,7	66,2
Feb	1,1350	134,69	118,67	...	93,7	95,2	...	...	...	...	...	...
Mar	1,0838	130,41	120,34	...	96,2	96,0	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009) de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

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

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

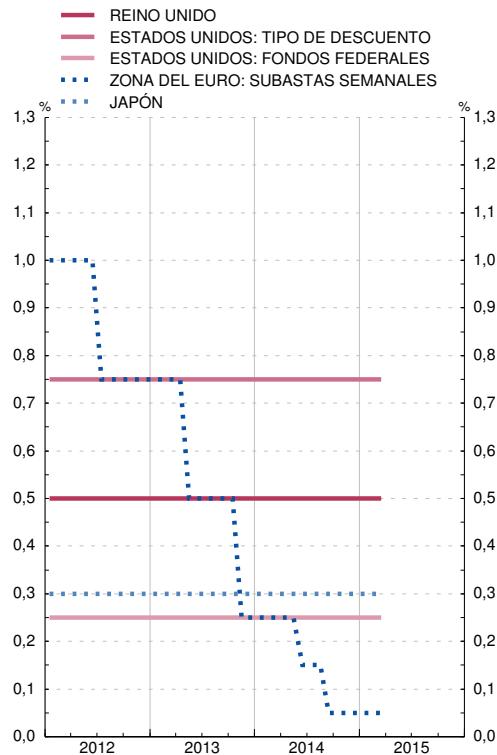
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

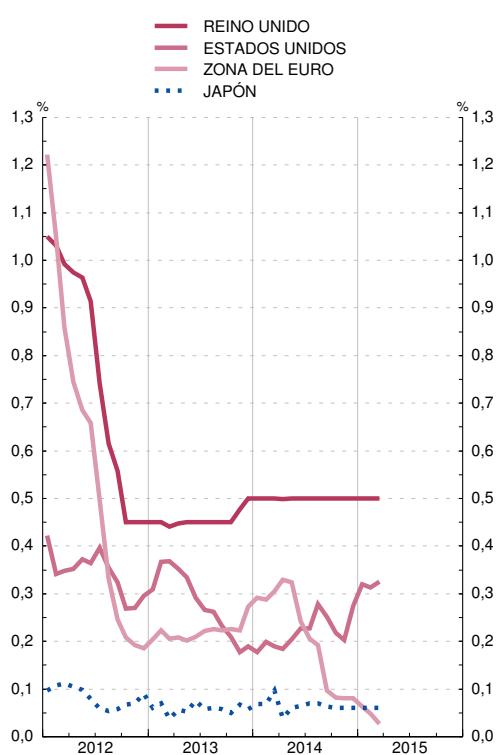
Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses								
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	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
12	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,76	0,57	-	-	0,34	-	-	0,08 0,83
13	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,53	0,22	-	-	0,28	-	-	0,06 0,51
14	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,47	0,21	-	-	0,22	-	-	0,07 0,54
13 Oct	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,49	0,23	-	-	0,21	-	-	0,05 0,52
Nov	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,22	-	-	0,18	-	-	0,07 0,52
Dic	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,27	-	-	0,19	-	-	0,06 0,52
14 Ene	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,49	0,29	-	-	0,18	-	-	0,07 0,52
Feb	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,29	-	0,70	0,20	-	-	0,07 0,52
Mar	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,49	0,31	-	-	0,19	-	-	0,10 0,52
Abr	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,49	0,33	-	-	0,18	-	-	0,04 0,53
May	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,32	-	0,55	0,20	-	-	0,06 0,53
Jun	0,15	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,24	-	-	0,23	-	-	0,06 0,54
Jul	0,15	0,75	0,25	0,30	0,50	0,46	0,21	-	-	0,23	-	-	0,07 0,56
Ago	0,15	0,75	0,25	0,30	0,50	0,49	0,19	-	0,42	0,28	-	-	0,07 0,56
Sep	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,44	0,10	-	-	0,25	-	-	0,06 0,56
Oct	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,41	0,08	-	-	0,22	-	-	0,06 0,56
Nov	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,41	0,08	-	0,37	0,20	-	-	0,06 0,56
Dic	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,43	0,08	-	0,22	0,27	-	-	0,06 0,56
15 Ene	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	-	0,06	-	-	0,32	-	-	0,06 0,56
Feb	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	-	0,05	-	0,20	0,31	-	-	0,06 0,56
Mar	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	-	0,03	-	-	0,33	-	-	0,06 0,56

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

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

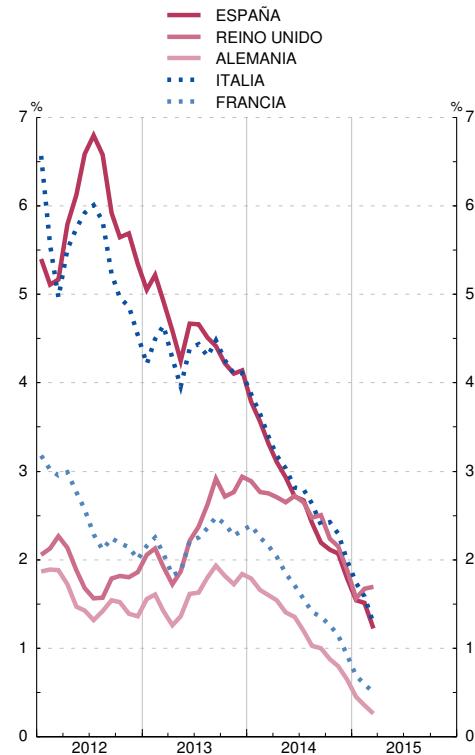
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
12	2,35	3,36	3,05	1,49	5,85	1,80	2,53	5,49	0,86	1,74	
13	2,44	2,79	3,01	1,57	4,56	2,35	2,20	4,31	0,72	2,03	
14	2,26	2,11	2,28	1,16	2,72	2,55	1,66	2,89	0,55	2,14	
13 Oct	2,61	2,91	3,16	1,76	4,22	2,62	2,39	4,25	0,63	2,26	
Nov	2,63	2,82	3,17	1,68	4,11	2,72	2,27	4,10	0,61	2,31	
Dic	2,75	2,91	3,31	1,80	4,14	2,90	2,33	4,11	0,67	2,50	
14 Ene	2,72	2,81	3,21	1,76	3,78	2,88	2,38	3,87	0,67	2,48	
Feb	2,58	2,66	3,09	1,56	3,56	2,72	2,25	3,65	0,60	2,37	
Mar	2,54	2,54	2,89	1,51	3,31	2,74	2,15	3,40	0,62	2,34	
Abr	2,48	2,42	2,61	1,46	3,10	2,72	2,03	3,23	0,62	2,30	
May	2,35	2,28	2,55	1,33	2,93	2,58	1,84	3,12	0,60	2,27	
Jun	2,31	2,17	2,28	1,26	2,71	2,60	1,71	2,92	0,59	2,35	
Jul	2,23	2,07	2,16	1,11	2,67	2,55	1,56	2,79	0,54	2,31	
Ago	2,11	1,90	1,99	0,95	2,42	2,43	1,41	2,63	0,51	2,12	
Sep	2,13	1,81	1,85	0,92	2,20	2,54	1,35	2,40	0,54	2,08	
Oct	1,97	1,70	1,69	0,79	2,11	2,30	1,26	2,42	0,49	1,82	
Nov	1,95	1,61	1,62	0,72	2,07	2,34	1,14	2,29	0,47	1,72	
Dic	1,80	1,41	1,45	0,59	1,79	2,21	0,92	1,99	0,39	1,52	
15 Ene	...	...	1,27	0,39	1,54	1,90	0,67	1,70	0,27	1,21	
Feb	...	...	1,21	0,30	1,51	1,97	0,60	1,56	0,38	1,59	
Mar	...	...	0,96	0,23	1,23	2,04	0,51	1,29	0,38	1,59	

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

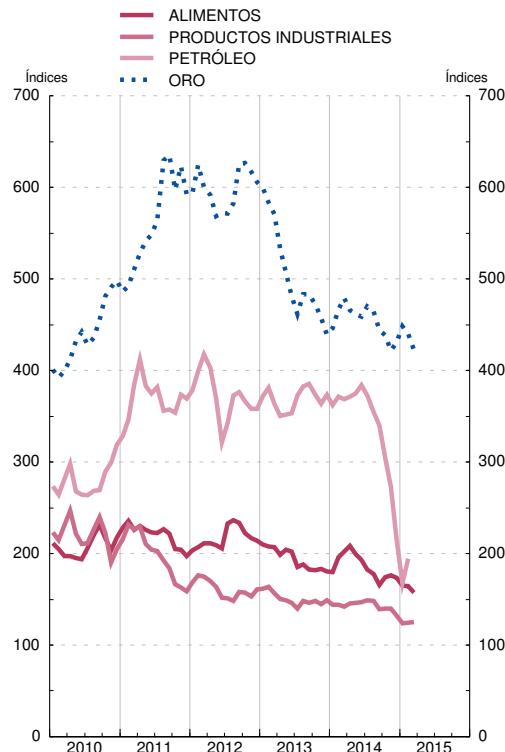
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Índice (b)	Petróleo		Oro			
	En euros	En dólares estadounidenses						Mar Norte	Petróleo		Oro		
		General	General	Alimentos	Productos industriales				Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo		
					Total	Agrícolas no alimenticios	Metales						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76		
11	187,3	209,6	220,3	198,5	239,6	180,9	368,4	112,2	562,6	1 569,5	36,29		
12	183,8	189,6	217,0	161,1	171,7	156,6	371,8	112,4	598,0	1 668,3	41,73		
13	161,1	172,8	194,2	150,2	161,2	145,5	368,6	109,6	505,4	1 409,8	34,16		
14	154,8	164,8	185,6	143,1	141,6	143,7	340,6	99,3	453,9	1 266,1	30,64		
14 E-M	152,5	168,4	192,3	143,4	153,4	139,2	367,2	109,2	463,7	1 293,7	30,35		
15 E-M	160,2	143,7	161,9	124,6	119,4	126,8	...	53,9	436,6	1 218,0	34,81		
14 Feb	154,3	170,4	195,5	144,3	152,8	140,7	371,3	110,0	466,4	1 301,0	30,61		
Mar	155,7	172,6	201,8	142,2	155,4	136,6	368,5	108,3	478,9	1 336,1	31,06		
Abr	159,7	177,5	208,4	145,4	153,0	142,1	371,7	108,1	465,9	1 299,7	30,24		
May	158,2	173,3	199,6	145,9	146,9	145,5	374,5	110,2	461,5	1 287,5	30,17		
Jun	155,8	170,3	193,0	146,8	150,1	145,3	383,8	112,1	458,5	1 279,1	30,25		
Jul	154,0	166,1	182,8	148,8	142,5	151,5	372,7	106,7	470,1	1 311,4	31,14		
Ago	153,8	163,3	177,9	148,2	135,8	153,8	354,4	101,5	464,6	1 296,0	31,26		
Sep	150,2	152,6	165,6	139,1	128,4	143,6	339,6	97,0	444,1	1 238,8	30,86		
Oct	153,5	157,4	173,8	140,2	130,6	144,4	305,0	87,5	438,2	1 222,5	31,02		
Nov	158,0	158,7	176,4	140,2	125,7	146,4	272,6	79,1	421,3	1 175,4	30,32		
Dic	156,7	153,3	173,7	132,1	126,8	134,3	214,5	63,2	431,0	1 202,3	31,31		
15 Ene	158,0	144,9	164,8	124,1	118,7	126,4	168,1	47,7	448,0	1 249,7	34,66		
Feb	158,8	144,8	164,0	124,8	121,0	126,4	194,6	58,0	439,9	1 227,2	34,76		
Mar	163,7	141,4	157,2	124,9	118,6	127,7	...	56,4	422,2	1 177,9	35,01		

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.

Saldos, tasas de variación interanual e índices

	Encuestas de opinión(a)						Matriculaciones y ventas de automóviles			Índices de comercio al por menor (Base 2010=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)							
	(Saldos en % corregidos de variaciones estacionales)						(Tasas de variación interanual)			Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio						
	Consumidores		Indicador de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matrículaciones	Ventas estimadas	Pro memoria: Matrículaciones en zona euro	Del cual	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unilocalizadas	Pro memoria: zona del euro (Tasa de variación interanual corregida de efectos calendario)			
	Indicador de confianza	Situación económica general: tendencia prevista		Situación económica hogares: tendencia prevista	4												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
12	-31,6	-30,7	-18,0	-21,4	-22,3	-15,2	-13,1	-13,4	-11,2	87,6	88,0	94,4	84,6	97,1	84,9	84,3	-1,4
13	-25,3	-19,3	-12,1	-10,1	-18,7	-12,5	4,5	3,3	-3,8	84,2	84,6	91,5	80,9	96,7	80,8	79,7	-0,8
14	P -9,7	4,2	-1,4	6,7	-10,0	-3,5	18,4	18,3	3,7	84,9	85,3	92,2	81,9	97,2	81,9	79,7	...
14 E-M	P -15,2	2,1	-4,1	5,1	-11,2	-3,0	11,9	11,8	5,2	80,4	80,8	85,3	77,6	90,7	77,4	76,3	1,0
15 E-M	P -0,6	14,0	4,1	12,6	-6,3	-1,6	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
14 Abr	P -7,8	3,6	-1,4	6,9	-8,6	-2,4	29,1	28,7	5,1	80,8	81,0	90,1	72,1	92,7	78,0	77,6	1,8
May	P -6,7	7,7	-	7,2	-7,1	-2,0	18,0	16,9	3,3	83,9	84,1	93,2	76,0	96,1	80,4	80,5	0,6
Jun	P -3,9	5,6	1,4	6,0	-7,5	-1,1	24,2	23,9	3,3	83,3	83,6	90,8	76,2	93,5	81,4	80,3	2,1
Jul	P -7,7	3,6	-0,5	6,0	-8,3	-1,3	4,2	10,9	5,6	92,9	93,7	97,5	91,0	106,1	92,8	86,7	0,7
Ago	P -6,4	9,5	1,0	9,0	-10,1	-3,7	15,4	14,1	4,0	83,7	83,6	95,0	82,0	100,3	82,0	73,8	2,0
Sep	P -9,6	5,6	-0,2	6,9	-11,4	-6,6	27,0	26,2	2,5	83,2	83,6	91,3	77,7	95,5	79,4	79,2	...
Oct	P -10,0	3,7	0,1	6,3	-11,1	-5,5	27,8	26,1	4,4	85,3	85,4	93,7	75,6	99,1	81,9	81,4	...
Nov	P -11,8	-1,3	-4,2	6,9	-11,6	-5,2	18,9	17,4	0,3	81,9	82,0	88,2	80,5	93,4	76,7	76,7	...
Dic	P -7,1	5,8	-	10,0	-10,9	-4,6	23,1	21,4	-0,1	102,8	104,1	110,2	119,4	117,5	97,3	91,1	...
15 Ene	P -1,4	11,6	4,1	10,5	-8,5	-2,7	32,8	27,5	11,0	90,4	90,6	88,0	97,0	102,8	86,9	81,4	...
Feb	P -2,1	14,4	2,7	12,9	-6,7	-1,3	26,9	26,1	8,1	76,0	75,5	80,8	69,2	84,9	71,7	74,1	...
Mar	P 1,7	16,1	5,5	14,5	-3,7	-0,7	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICADOR DE CONFIANZA CONSUMIDORES

Saldos, corregidos de variaciones estacionales



VENTAS DE AUTOMÓVILES

(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

a. Información adicional disponible en http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/index_en.htm

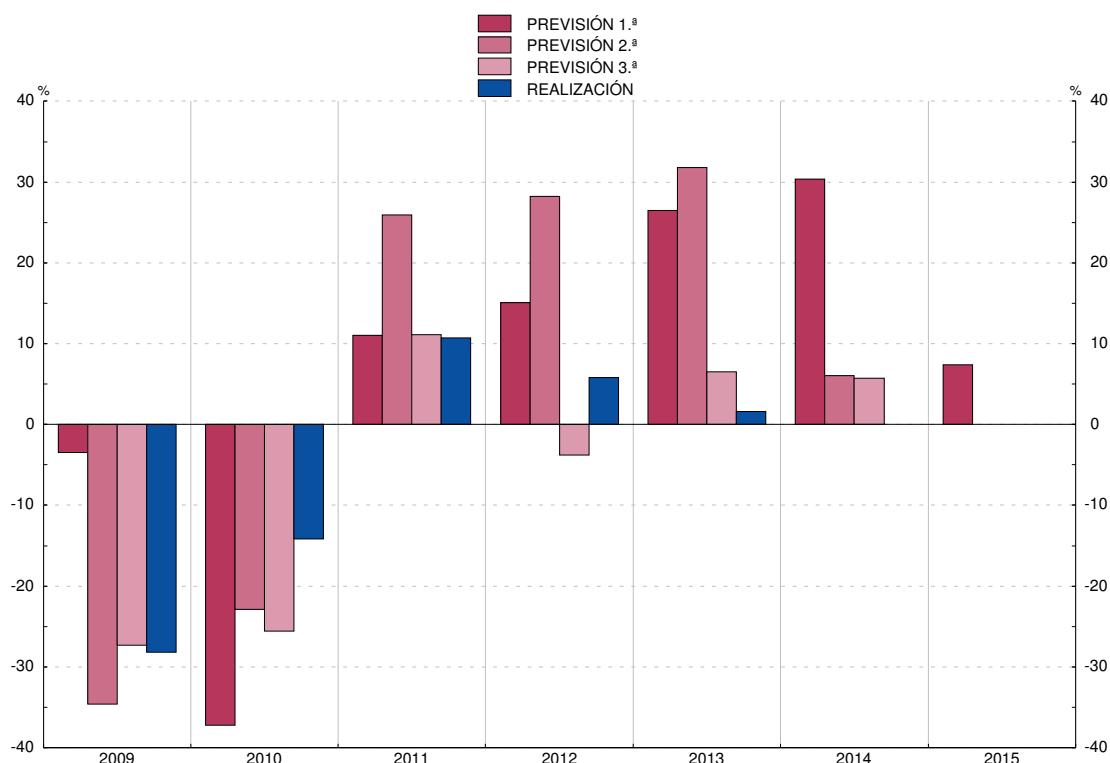
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a	
	1	2	3	4	
09	-28	-4	-35	-27	
10	-14	-37	-23	-26	
11	11	11	26	11	
12	6	15	28	-4	
13	2	27	32	7	
14	...	30	6	6	
15	...	7	...	...

INVERSIÓN INDUSTRIAL
Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

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

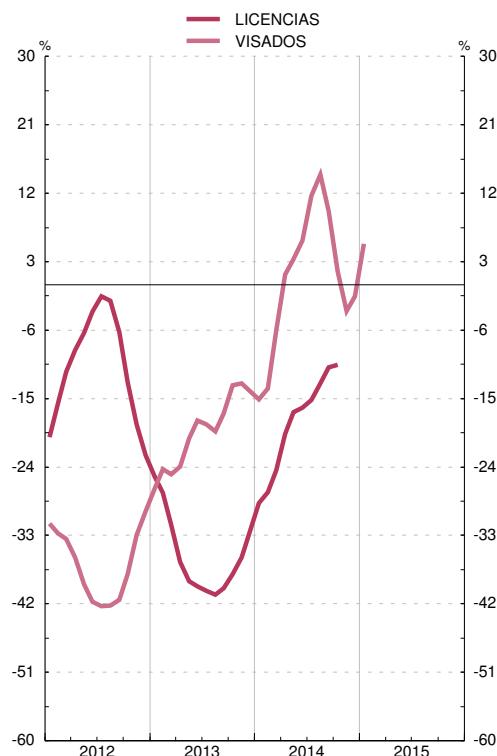
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

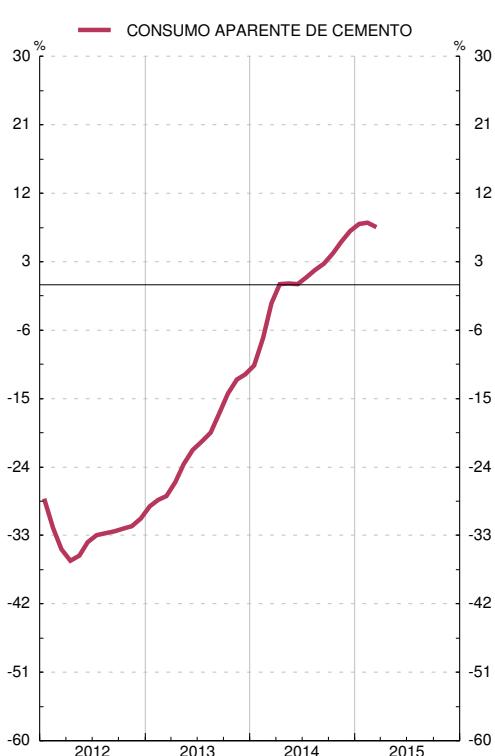
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir				Licitación oficial (presupuesto)								Consumo aparente de cemento	
	De la cual		No residencial		De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil					
	Total	Residencial	Vivienda	No residencial	Total	Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial	...	...	...	...
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
12	-19,6	-24,0	-23,3	-10,0	-37,2	-39,9	-45,6	-45,6	-48,7	-68,4	-62,4	-43,8	-44,1	-33,5				
13	-27,2	-43,3	-46,6	2,0	-18,2	-20,3	17,3	17,3	-2,8	41,5	55,6	-9,1	25,8	-21,0				
14	P	...	...	...	-1,7	2,2	32,8	32,8	24,7	31,8	9,9	23,1	35,4	0,1			
14 E-M	P	-16,9	-4,1	-2,2	-34,3	-16,7	-12,6	97,0	97,0	16,7	48,9	16,0	9,2	123,7	-4,5			
15 E-M	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	8,4		
13 Dic		22,4	-32,2	-31,4	117,4	-12,4	8,1	236,6	17,3	22,0	188,6	270,1	-2,3	584,9	-9,5			
14 Ene	P	-7,1	21,4	20,0	-41,3	-5,6	-17,9	166,4	166,4	20,3	40,2	88,6	15,8	220,5	-15,9			
Feb	P	-39,3	-38,7	-36,9	-40,3	-41,1	-36,8	47,8	96,0	-4,8	-65,1	-90,1	24,0	59,1	-10,9			
Mar	P	2,4	19,2	23,3	-21,3	11,3	32,7	99,0	97,0	28,3	299,6	277,8	-2,1	131,7	15,8			
Abr	P	34,5	16,8	20,6	49,1	12,2	11,9	55,1	87,7	23,7	5,8	38,5	25,7	77,1	-5,9			
May	P	8,8	30,4	39,5	-17,3	2,1	12,8	129,2	95,9	50,4	-53,2	-94,4	104,0	167,4	-2,9			
Jun	P	-2,2	-1,4	42,6	-3,6	-9,5	8,9	3,8	79,8	58,0	-2,5	31,8	81,9	-9,3	2,0			
Jul	P	-10,8	-11,9	-14,4	-9,3	30,3	17,4	29,0	68,0	109,7	579,4	1 743,6	52,9	11,5	5,0			
Ago	P	-58,1	-7,3	-9,8	-73,5	24,4	23,3	-17,9	52,0	20,0	46,3	700,3	16,6	-26,6	-3,2			
Sep	P	15,0	-7,3	2,0	49,4	25,5	26,5	23,7	49,4	-29,5	14,8	-63,3	-33,6	56,0	6,1			
Oct	P	-9,1	0,5	9,8	-22,2	-4,0	13,8	60,4	50,6	15,0	111,8	-54,9	10,0	76,6	4,2			
Nov	P	...	...	...	...	-19,5	-7,8	-10,0	43,8	62,9	34,9	-7,2	70,7	-29,6	1,0		
Dic	P	...	...	...	...	-18,7	-30,5	-24,9	32,8	-17,3	-32,9	-84,7	-10,5	-27,1	12,5		
15 Ene	P	...	...	...	...	26,4	34,2	-49,4	-49,4	-2,7	-43,2	-43,8	8,5	-55,9	5,0		
Feb	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	7,2		
Mar	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	12,3		

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



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



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

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

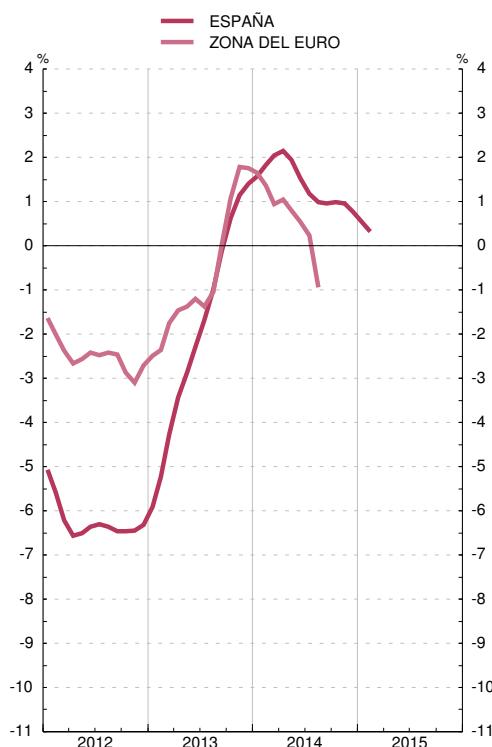
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

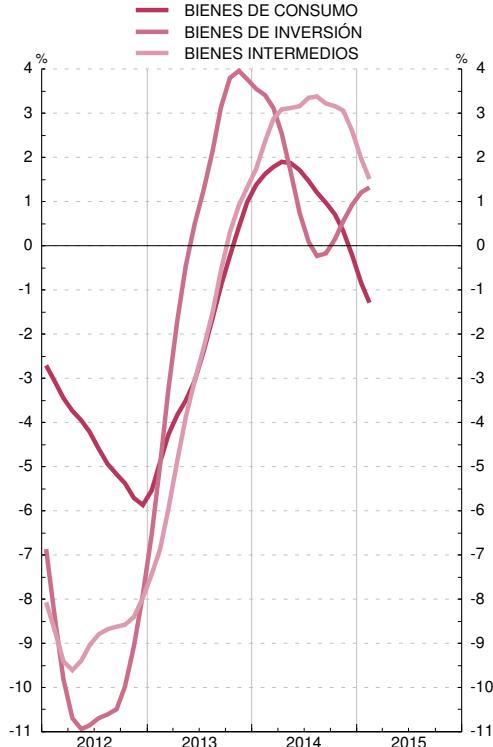
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)				Pro memoria: zona del euro					
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes				
		Serie original	T 12	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
12	M	91,8	-6,4	-4,8	-11,0	-8,9	0,9	-23,6	-7,5	0,1	-2,5	-2,7	-2,5	-1,1	-4,5		
13	M	90,2	-1,7	-2,2	1,2	-2,6	-2,6	-14,3	-1,4	-3,9	-0,7	-0,7	-0,5	-0,6	-1,0		
14	M	91,6	1,5	2,0	1,4	3,2	-1,6	0,0	2,3	-2,4	...	...	...	...	...
14	E-F	89,8	1,3	2,1	3,8	1,4	-2,6	-3,3	2,2	-2,7	1,9	3,6	2,5	4,9	3,5		
15	E-F	M P	-0,7	-4,5	1,3	-0,1	1,6	-4,5	-1,2	2,7	...	...	...	...	...
13	Nov	91,8	-0,1	-1,3	3,6	-0,3	-2,3	-1,9	0,1	-1,8	2,7	3,0	1,3	4,4	3,0		
	Dic	83,5	4,1	4,9	6,9	3,4	1,5	3,7	4,7	1,4	1,5	2,0	0,2	2,4	3,2		
14	Ene	89,5	-0,3	1,5	1,3	-0,6	-3,6	-2,4	0,5	-3,1	1,9	3,3	0,8	5,5	3,2		
	Feb	90,0	2,8	2,6	6,3	3,5	-1,6	-4,3	3,9	-2,3	1,9	3,9	4,1	4,3	3,7		
	Mar	95,4	8,1	8,8	12,8	10,1	-1,0	23,6	10,3	-4,8	0,3	2,3	2,3	2,8	2,6		
	Abr	89,8	-2,1	-3,5	-0,2	-2,2	-2,3	-3,6	-2,1	-3,4	1,9	3,3	6,0	1,2	3,6		
	May	95,7	0,6	0,3	-0,3	0,7	2,0	2,8	0,3	0,0	0,7	1,3	2,6	1,4	0,4		
	Jun	94,6	2,8	3,9	-0,3	4,1	2,4	-6,1	2,9	1,0	0,3	0,7	2,0	0,3	0,4		
	Jul	100,7	1,1	2,8	-0,8	3,9	-3,4	-6,8	2,1	-4,7	1,6	2,5	2,1	3,9	1,4		
	Ago	71,2	-2,4	-3,1	-10,9	3,3	-2,8	-1,5	2,3	-2,6	-1,9	-1,5	1,0	-3,8	-1,1		
	Sep	96,0	3,6	5,3	3,2	3,8	1,1	2,1	4,1	2,9	...	...	...	...	...
	Oct	98,4	0,9	-1,3	-1,1	3,2	-1,4	-3,3	1,4	-1,1	...	...	...	...	...
	Nov	91,5	-0,3	-1,0	-1,6	3,3	-3,6	-1,1	0,8	-5,4	...	...	...	...	...
	Dic	86,1	3,1	4,8	5,4	5,4	-3,9	8,8	5,0	-3,8	...	...	...	...	...
15	Ene	P	87,3	-2,5	-7,3	-2,0	-2,0	2,9	-10,5	-3,6	4,2	...	...	...	...
	Feb	P	91,0	1,1	-1,6	4,2	1,7	0,3	2,0	1,2	1,1	...	...	...	...

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

a. España: base 2010 = 100; zona del euro: base 2010 = 100.

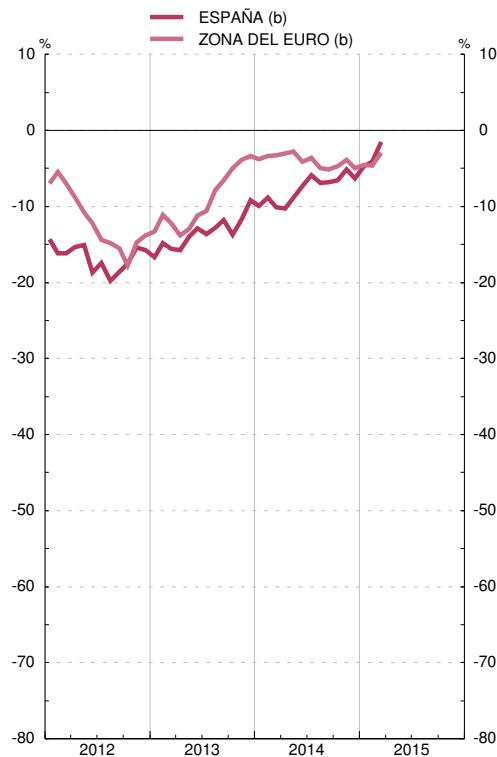
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA (ECI) Y CONSTRUCCIÓN (ECC). ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)(a)

■ Serie representada gráficamente.

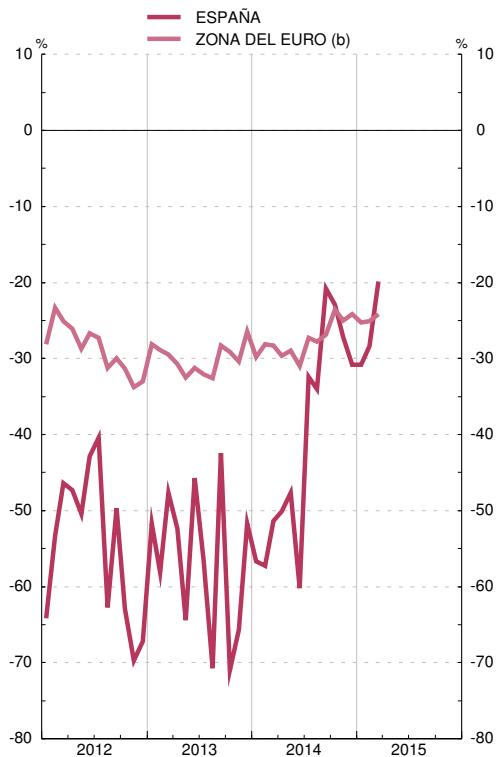
Saldos

Industria, sin construcción (b)																	Construcción				Pro memoria: zona del euro (b)(c)		
Indicador del clima industrial (ICI)	Componentes del ICI			Nivel de producción	Nivel de cartera de pedidos extranjeros	ICI por sectores				Indicador de clima de la construcción (ICC)	Componentes del ICC		Nivel de producción	Tendencia de la producción	Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción						
	Nivel de cartera de pedidos	Nivel de existencias de productos terminados	Tendencia de la producción			Consumo	Equipos	Intermedios	Otros sectores		= $(12+13)/2$	Nivel de cartera de pedidos	Tendencia del empleo	Indicador del clima industrial	Nivel de cartera de pedidos								
= $(2-3+4)/3$	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	= $(12+13)/2$	12	13	14	15	16	17	18					
12	M	-17	-37	9	-4	-20	-26	-10	-15	-22	-15	-55	-50	-60	-23	-44	-12	25	-29				
13	M	-14	-31	9	-1	-10	-21	-9	-13	-17	-6	-57	-57	-56	-27	-40	-9	-26	-30				
14	M	-8	-17	9	3	0	-11	-3	-6	-12	-2	-41	-51	-31	-16	-24	-4	-15	-28				
14 E-M	M	-10	-21	8	0	-2	-15	-5	-9	-13	-3	-55	-63	-47	-30	-45	-4	-17	-29				
15 E-M	M	-3	-12	6	8	6	-5	-1	-0	-6	-4	-26	-34	-18	-12	-15	-4	-13	-25				
13 Dic		-9	-25	5	2	-4	-20	-4	-13	-14	-10	-52	-50	-54	-9	-63	-3	-17	-26				
14 Ene		-10	-20	8	-2	-3	-14	-1	-8	-16	-2	-57	-72	-41	-24	-56	-4	-17	-30				
Feb		-9	-21	8	2	-5	-13	-6	-11	-9	-5	-57	-57	-58	-31	-54	-3	-16	-28				
Mar		-10	-22	9	1	1	-17	-8	-9	-13	-2	-51	-61	-42	-35	-26	-3	-17	-28				
Abr		-10	-19	10	-2	-2	-9	-5	-9	-13	-4	-50	-59	-41	-23	-21	-3	-14	-30				
May		-9	-17	10	0	-1	-11	-4	-6	-12	-1	-48	-60	-36	-16	-41	-3	-14	-29				
Jun		-7	-18	11	7	2	-14	-1	-11	-10	-4	-60	-69	-52	-15	-35	-4	-15	-31				
Jul		-6	-16	8	6	-2	-9	-3	1	-11	-1	-32	-46	-19	-5	-8	-4	-15	-27				
Ago		-7	-14	11	4	3	-7	-2	-6	-9	-7	-34	-49	-19	-12	-8	-5	-15	-28				
Sep		-7	-14	10	3	0	-10	-1	-7	-11	0	-21	-35	-6	-11	-6	-5	-15	-27				
Oct		-7	-13	13	6	2	-7	-2	-1	-15	0	-23	-29	-17	-6	-10	-5	-15	-24				
Nov		-5	-13	8	5	6	-5	-3	2	-11	-	-27	-38	-16	-20	-7	-4	-13	-25				
Dic		-6	-15	8	5	2	-11	-4	-2	-14	1	-31	-36	-26	4	-13	-5	-14	-24				
15 Ene		-5	-14	8	8	1	-12	-2	2	-11	-8	-31	-36	-25	-8	-15	-5	-14	-25				
Feb		-4	-12	7	7	7	-4	-2	-4	-6	-2	-28	-30	-27	-20	-33	-5	-15	-25				
Mar		-2	-9	4	8	10	2	0	2	-3	-1	-20	-37	-3	-9	2	-3	-11	-24				

CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

a. La metodología de la ECI está disponible en <http://www.mineco.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Documents/metodologiaici.pdf> y de la ECC en <http://www.mineco.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/documents/metodologiaECC.pdf>

b. Corregidos de variaciones estacionales.

c. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL (ECI). UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)(a)

■ Serie representada gráficamente.

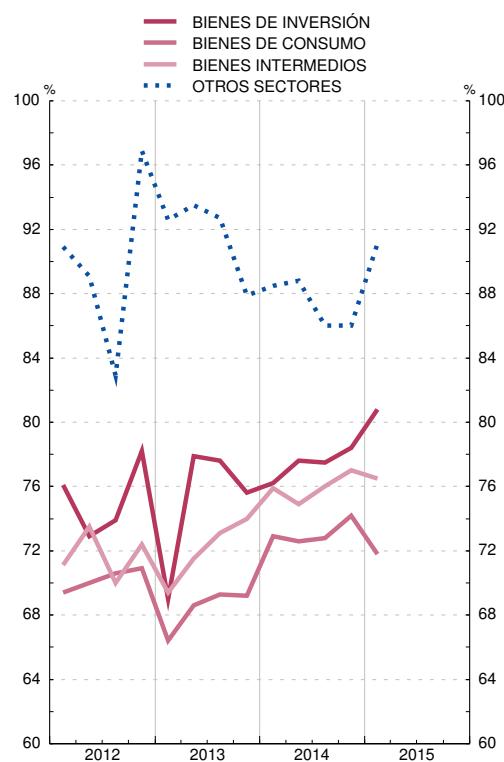
Porcentajes y saldos

	Total industria		Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Otros sectores (b)		Pro memoria: zona del euro. % de uti- lización de la capaci- dad pro- ductiva (c)	
	% de utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)		% de utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)		% de utilización de la capacidad productiva instalada			
	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
12	72,9	73,5	21	70,2	71,0	16	75,3	75,7	16	71,8	72,1	30
13	72,5	73,2	21	68,4	69,7	17	75,0	75,6	11	72,0	72,5	31
14	75,9	76,6	17	73,1	73,9	13	77,4	77,8	11	76,0	76,3	25
14 I-I	75,6	75,7	20	72,9	70,6	16	76,2	77,7	10	75,9	76,5	30
15 I-I	76,8	78,1	14	71,8	73,2	10	80,8	81,6	11	76,5	78,7	18
12 III IV	71,6	72,3	21	70,6	70,9	16	73,9	75,2	19	70,0	69,8	27
	74,3	74,1	20	70,9	71,7	13	78,2	77,8	14	72,4	71,6	30
13 I II	69,4	70,6	24	66,4	67,0	15	69,0	71,2	18	69,4	70,5	34
	73,1	74,4	21	68,6	70,9	18	77,9	78,9	11	71,5	72,6	29
	73,9	73,7	20	69,3	69,5	18	77,6	77,1	5	73,1	72,9	30
	73,6	74,2	20	69,2	71,5	16	75,6	75,2	10	74,0	74,1	29
14 I II	75,6	75,7	20	72,9	70,6	16	76,2	77,7	10	75,9	76,5	30
	75,4	77,2	19	72,6	75,0	15	77,6	78,5	12	74,9	76,5	27
	75,8	76,2	16	72,8	74,8	15	77,5	78,3	10	76,0	74,8	20
	76,9	77,1	15	74,2	75,0	8	78,4	76,5	12	77,0	77,2	23
15 I	76,8	78,1	14	71,8	73,2	10	80,8	81,6	11	76,5	78,7	18

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

a. La metodología de la ECI está disponible en <http://www.mineco.es/es-ES/IndicadoresyEstadísticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Documents/metodologíaeci.pdf>

b. Incluye las industrias extractivas y refino de petróleo, coquerías y combustibles nucleares.

c. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

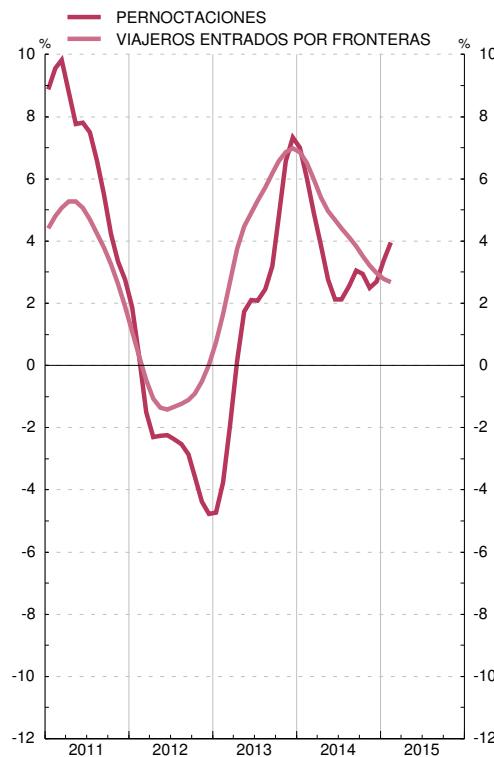
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

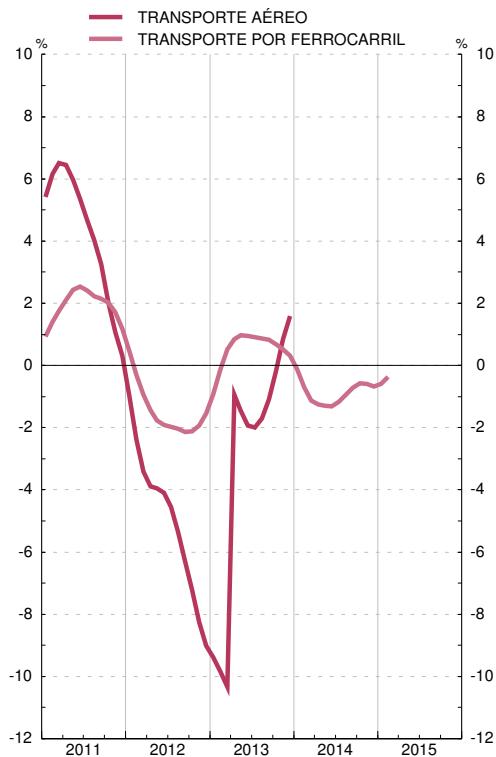
Tasas de variación interanual

	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	
12	-0,0	0,0	-0,0	0,0	-1,1	2,3	-5,5	-5,0	-12,5	-0,5	-4,9	-0,5	4,1	-1,9	-1,5	
13	1,1	3,4	1,9	3,9	5,2	5,6	4,7	-3,5	-14,0	2,1	-1,3	8,7	-3,2	-0,7	-4,1	
14	P	4,5	4,4	2,9	2,6	4,3	7,1	0,3	4,6	2,0	5,7	6,8	-6,1	4,2	0,6	15,0
14 E-F	P	6,5	8,3	6,5	9,4	7,4	11,8	2,6	2,8	-5,8	8,0	7,6	3,2	4,4	-0,7	6,8
15 E-F	P	6,5	5,9	4,2	1,8	1,9	4,5	-1,2	...	...	...	...	...	...	-0,9	...
13 Nov		7,1	5,3	8,9	6,2	9,8	10,3	9,1	3,4	-3,4	7,4	3,9	8,6	-0,8	-0,5	3,4
Dic		7,5	8,2	9,7	11,4	10,9	17,3	4,8	3,0	-4,9	8,0	3,7	8,3	-7,3	2,6	2,2
14 Ene	P	6,6	10,3	7,7	11,3	6,7	12,3	0,8	2,6	-7,3	8,6	6,3	5,5	5,2	0,1	5,5
Feb	P	7,1	6,3	5,9	7,5	8,1	11,2	4,5	3,1	-4,2	7,4	8,8	0,8	3,6	-1,4	8,1
Mar	P	-7,4	-0,7	-6,4	1,4	-2,1	0,7	-5,5	0,4	-1,9	1,5	12,4	-11,6	4,0	-1,7	22,3
Abr	P	15,5	8,4	15,9	10,5	11,3	13,2	8,5	9,4	4,2	11,8	0,5	17,0	7,3	10,4	2,2
May	P	4,7	4,0	1,4	0,2	2,7	5,7	-2,2	3,9	-0,4	5,7	9,8	-2,3	0,1	-2,6	18,3
Jun	P	3,3	3,3	2,0	1,2	3,8	4,5	2,5	4,8	4,1	5,1	5,6	-6,2	4,5	-4,4	19,5
Jul	P	2,4	1,4	-0,2	-1,8	3,4	5,9	-0,7	4,1	3,6	4,2	9,2	-7,4	4,8	-3,3	18,5
Ago	P	5,0	5,2	2,7	2,2	3,6	8,8	-3,2	6,4	5,7	6,6	6,5	-8,5	-1,7	-0,1	14,9
Sep	P	4,9	5,0	3,7	2,8	3,7	8,1	-3,3	5,2	5,5	5,1	14,1	-20,8	3,7	9,3	19,9
Oct	P	7,0	6,4	5,1	4,3	5,4	7,8	1,5	5,1	5,4	4,9	5,7	-8,0	9,5	3,6	15,7
Nov	P	0,2	1,0	-0,1	1,8	3,7	2,9	4,7	3,2	1,7	3,9	3,4	-14,1	3,1	2,2	12,9
Dic	P	7,2	5,1	2,9	0,6	3,8	5,6	2,0	4,5	3,1	5,3	1,3	0,4	7,1	-3,8	24,7
15 Ene	P	7,6	5,4	4,1	1,0	2,2	3,6	0,6	5,7	2,8	7,3	1,7	...	...	-1,4	-0,9
Feb	P	5,7	6,5	4,3	2,6	1,5	5,3	-3,0	...	...	...	...	...	-0,5	...	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 14 y 15.

a. Información procedente de los directorios hoteleros. Desde enero de 2006, se ha ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes.

Debido a distintas actualizaciones en los directorios de establecimientos hoteleros, no son directamente comparables los datos de distintos años. Existen coeficientes de enlace para los períodos: año 2005; junio 2009-mayo2010; julio 2010-julio 2011.

4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%)	Población activa				
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%)		Variación interanual (a)			1 T 4	
						Miles de personas	Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)		
11 M	38 842	82	0,2	60,33	23 434	69	50	20	0,3	
12 M	38 815	-27	-0,1	60,40	23 444	10	-16	26	0,0	
13 M	38 639	-176	-0,5	60,02	23 190	-254	-106	-148	-1,1	
13 I-IV M	38 639	-176	-0,5	60,02	23 190	-1 014	-423	-591	-1,1	
14 I-IV M	38 515	-124	-0,3	59,60	22 955	-942	-295	-647	-1,0	
12 II	38 824	-4	-0,0	60,50	23 490	23	-2	25	0,1	
III	38 799	-53	-0,1	60,55	23 492	9	-32	41	0,0	
IV	38 783	-99	-0,3	60,23	23 360	-80	-60	-20	-0,3	
13 I	38 733	-121	-0,3	60,18	23 308	-125	-73	-52	-0,5	
II	38 681	-143	-0,4	60,00	23 208	-282	-86	-196	-1,2	
III	38 597	-202	-0,5	60,04	23 173	-319	-121	-197	-1,4	
IV	38 543	-240	-0,6	59,86	23 071	-290	-144	-146	-1,2	
14 I	38 484	-250	-0,6	59,46	22 884	-425	-148	-276	-1,8	
II	38 528	-153	-0,4	59,63	22 976	-232	-91	-141	-1,0	
III	38 523	-74	-0,2	59,53	22 932	-242	-44	-198	-1,0	
IV	38 523	-20	-0,1	59,77	23 027	-44	-12	-32	-0,2	

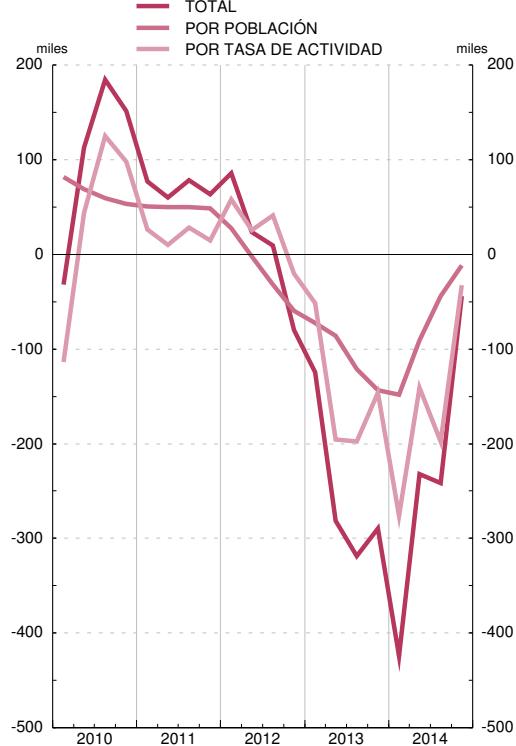
ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA

Variaciones interanuales



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

a. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * col.2; 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 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

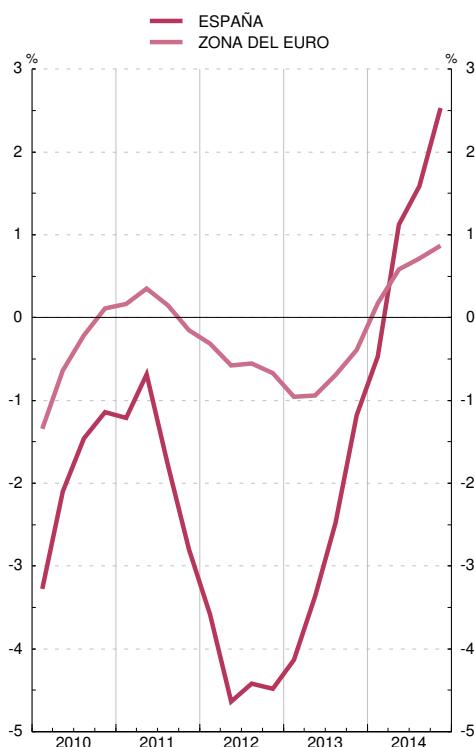
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

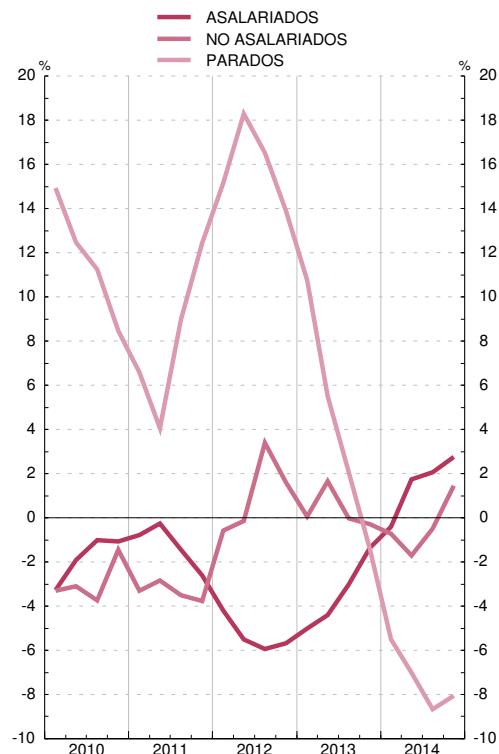
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados				Pro memoria: zona del euro						
		Total				Asalariados				No asalariados				Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Tasa de paro (%)	Ocupados T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4									
11	M	18 421	-303	-1,6	15 394	-198	-1,3	3 027	-105	-3,4	5 013	373	8,0	21,39	0,1	10,12						
12	M	17 633	-789	-4,3	14 573	-821	-5,3	3 059	32	1,1	5 811	798	15,9	24,79	-0,5	11,33						
13	M	17 139	-494	-2,8	14 069	-504	-3,5	3 070	11	0,3	6 051	240	4,1	26,10	-0,7	12,00						
13 I-IV	M	17 139	-494	-2,8	14 069	-504	-3,5	3 070	11	0,3	6 051	240	4,1	26,10	-0,7	12,00						
14 I-IV	M	17 344	205	1,2	14 286	217	1,5	3 058	-11	-0,4	5 610	-441	-7,3	24,44	0,6	11,63						
12 II		17 759	-864	-4,6	14 720	-859	-5,5	3 038	-4	-0,1	5 731	887	18,3	24,40	-0,6	11,25						
III		17 668	-817	-4,4	14 561	-918	-5,9	3 107	102	3,4	5 824	826	16,5	24,79	-0,6	11,47						
IV		17 339	-814	-4,5	14 289	-862	-5,7	3 051	48	1,6	6 021	734	13,9	25,77	-0,7	11,77						
13 I		17 030	-735	-4,1	13 987	-737	-5,0	3 043	2	0,1	6 278	610	10,8	26,94	-1,0	12,02						
II		17 161	-598	-3,4	14 072	-648	-4,4	3 088	50	1,7	6 047	316	5,5	26,06	-0,9	12,07						
III		17 230	-438	-2,5	14 124	-437	-3,0	3 106	-1	-0,0	5 943	119	2,0	25,65	-0,7	12,02						
IV		17 135	-204	-1,2	14 093	-195	-1,4	3 042	-9	-0,3	5 936	-85	-1,4	25,73	-0,4	11,91						
14 I		16 951	-80	-0,5	13 930	-58	-0,4	3 021	-22	-0,7	5 933	-345	-5,5	25,93	0,2	11,80						
II		17 353	192	1,1	14 318	245	1,7	3 036	-53	-1,7	5 623	-424	-7,0	24,47	0,6	11,63						
III		17 504	274	1,6	14 413	289	2,0	3 091	-15	-0,5	5 428	-516	-8,7	23,67	0,7	11,58						
IV		17 569	434	2,5	14 483	390	2,8	3 086	44	1,5	5 458	-478	-8,1	23,70	0,9	11,51						

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



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

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

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

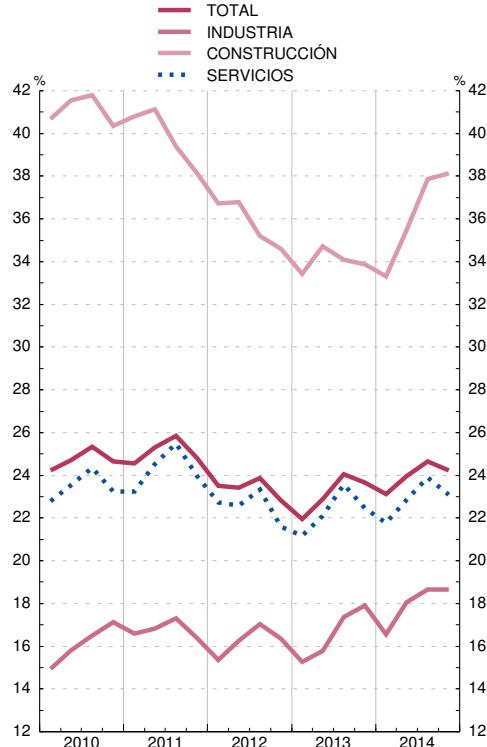
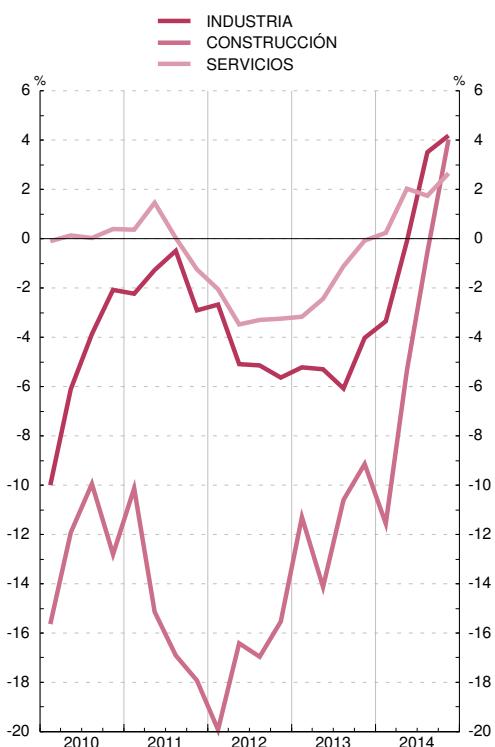
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
11	M	-1,6	-1,3	25,1	-3,9	-2,8	56,7	-1,7	-1,6	16,8	-15,0	-15,0	39,9	0,2	0,3	24,3	-1,5
12	M	-4,3	-5,3	23,4	-1,6	-2,5	59,4	-4,6	-5,6	16,3	-17,3	-22,4	35,8	-3,0	-3,8	22,6	-4,4
13	M	-2,8	-3,5	23,1	-0,9	-1,8	59,5	-5,2	-4,6	16,6	-11,4	-14,0	34,0	-1,7	-2,5	22,3	-2,9
13 I-IV	M	-2,8	-3,5	23,1	-0,9	-1,8	59,5	-5,2	-4,6	16,6	-11,4	-14,0	34,0	-1,7	-2,5	22,3	-1,3
14 I-IV	M	1,2	1,5	24,0	-0,1	5,0	62,0	1,0	1,1	18,0	-3,5	-2,8	36,2	1,7	1,8	22,9	2,9
12 //		-4,6	-5,5	23,4	-1,8	-1,8	58,3	-5,1	-6,1	16,3	-16,4	-20,8	36,8	-3,5	-4,1	22,6	-4,8
//		-4,4	-5,9	23,9	1,3	0,3	55,3	-5,2	-6,5	17,0	-17,0	-22,6	35,2	-3,3	-4,6	23,3	-4,6
/IV		-4,5	-5,7	22,8	-3,5	-3,4	64,0	-5,6	-5,6	16,3	-15,5	-20,4	34,6	-3,3	-4,6	21,6	-4,5
13 I		-4,1	-5,0	21,9	-6,1	-8,8	57,6	-5,2	-4,7	15,3	-11,3	-14,0	33,4	-3,2	-4,3	21,2	-4,0
II		-3,4	-4,4	22,9	4,3	4,4	59,4	-5,3	-4,4	15,8	-14,1	-18,5	34,7	-2,4	-3,6	22,1	-3,7
III		-2,5	-3,0	24,1	-2,1	-2,8	57,2	-6,1	-5,5	17,4	-10,6	-12,8	34,1	-1,1	-1,8	23,6	-2,5
IV		-1,2	-1,4	23,7	0,4	0,4	63,8	-4,0	-3,9	17,9	-9,1	-10,3	33,9	-0,1	-0,3	22,5	-1,3
14 I		-0,5	-0,4	23,1	12,9	26,2	66,6	-3,4	-3,4	16,6	-11,6	-11,4	33,3	0,2	-0,1	21,8	-1,1
II		1,1	1,7	24,0	-1,8	3,5	63,4	-0,1	-0,1	18,1	-5,3	-3,1	35,5	2,0	2,3	22,8	1,3
III		1,6	2,0	24,6	-4,8	-1,9	57,8	3,5	3,6	18,6	-0,5	-0,9	37,9	1,8	2,1	23,9	1,9
IV		2,5	2,8	24,2	-6,2	-6,5	60,3	4,2	4,4	18,7	4,0	4,7	38,1	2,6	2,7	23,1	2,9

Ocupados
Tasas de variación interanual

RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



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

a. CNAE 2009. 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 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005 se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

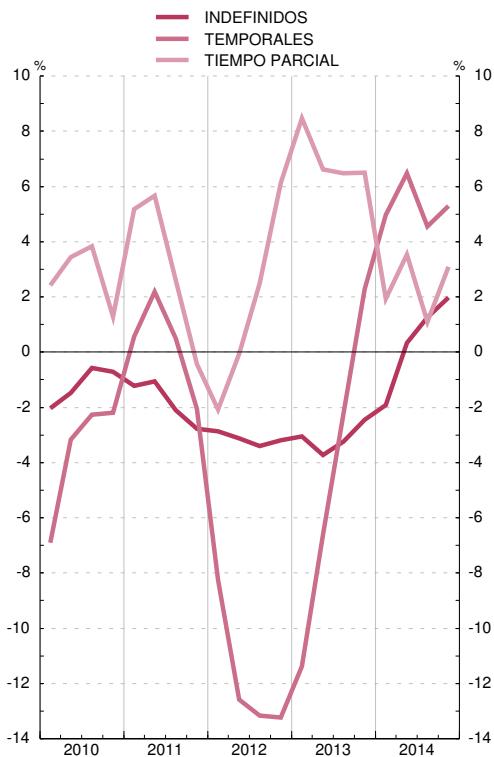
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

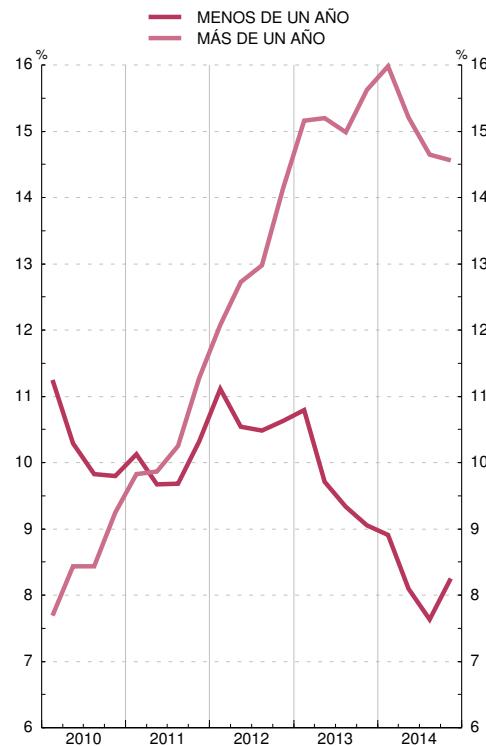
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados					
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración					
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año			
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de tempora- lidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalaria- dos	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4		
11	M	-210	-1,8	12	0,3	25,13	-268	-2,0	69	3,3	14,30	9,95	-3,0	10,30	22,3		
12	M	-363	-3,1	-458	-11,8	23,41	-855	-6,5	34	1,6	15,34	10,69	7,5	12,98	26,0		
13	M	-348	-3,1	-156	-4,6	23,14	-661	-5,4	157	7,0	17,00	9,72	-10,1	15,24	16,1		
13 I-IV	M	-348	-3,1	74	2,3	23,14	-344	-2,9	157	7,0	17,00	9,72	-10,1	15,24	16,1		
14 I-IV	M	44	0,4	177	5,3	23,99	314	2,7	58	2,4	17,15	8,22	-16,3	15,10	-1,9		
12 II		-363	-3,1	-496	-12,6	23,43	-858	-6,5	-2	0,1	15,57	10,55	9,1	12,73	29,1		
III		-391	-3,4	-527	-13,2	23,86	-971	-7,3	53	2,5	14,91	10,48	8,3	12,98	26,7		
IV		-365	-3,2	-497	-13,2	22,82	-994	-7,7	132	6,1	16,02	10,63	2,7	14,14	24,9		
13 I		-343	-3,0	-394	-11,4	21,94	-922	-7,4	185	8,5	16,98	10,79	-3,5	15,16	24,8		
II		-421	-3,7	-228	-6,6	22,89	-800	-6,4	152	6,6	17,37	9,71	-9,1	15,20	18,0		
III		-360	-3,2	-77	-2,2	24,05	-578	-4,7	141	6,5	16,37	9,33	-12,2	14,98	13,9		
IV		-270	-2,4	74	2,3	23,66	-344	-2,9	149	6,5	17,30	9,05	-15,9	15,62	9,2		
14 I		-210	-1,9	153	5,0	23,13	-103	-0,9	46	1,9	17,37	8,91	-18,9	15,98	3,5		
II		37	0,3	209	6,5	23,95	159	1,4	86	3,5	17,67	8,10	-17,4	15,21	-0,9		
III		135	1,3	155	4,6	24,64	264	2,2	26	1,1	16,22	7,63	-19,1	14,65	-3,2		
IV		213	2,0	177	5,3	24,24	314	2,7	75	3,1	17,36	8,26	-8,9	14,56	-7,0		

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



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

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

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

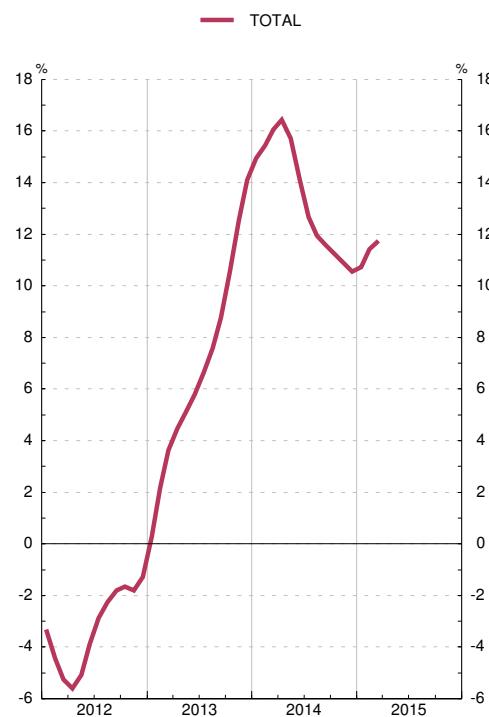
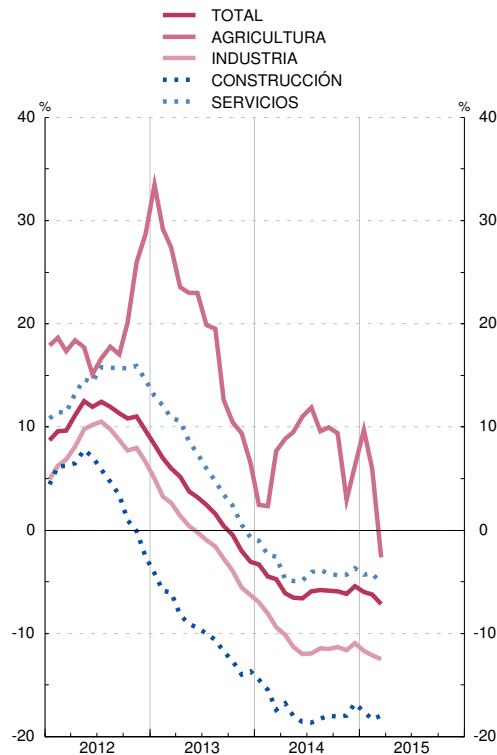
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Paro registrado												Contratos					
	Total			Sin empleo anterior(a)		Anteriormente empleados (a)						Total		Porcentaje s/total			Total	
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12	
					Total	Agricultura	No agrícola											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
12	M	4 720	463	10,9	3,4	11,6	19,3	11,3	8,1	4,2	14,1	1 187	-1,3	9,87	34,63	90,13	1 169	-3,7
13	M	4 845	125	2,6	-3,3	3,3	19,8	2,6	-0,7	-9,6	6,6	1 233	3,9	7,78	35,31	92,22	1 257	7,6
14	M	4 576	-269	-5,6	1,7	-6,2	7,7	-6,8	-10,6	-17,4	-3,7	1 394	13,1	8,09	35,20	91,91	1 423	13,2
14 E-M	M	4 808	-211	-4,2	1,9	-4,7	4,2	-5,1	-8,2	-15,8	-2,0	1 189	18,1	8,70	32,58	91,30	1 203	17,9
15 E-M	M	4 497	-311	-6,5	-1,1	-6,9	4,3	-7,5	-12,1	-17,9	-4,6	1 346	13,2	9,53	34,03	90,47	1 338	11,2
14 Feb		4 812	-228	-4,5	1,2	-5,0	2,3	-5,3	-8,1	-15,5	-2,4	1 091	14,8	8,97	33,38	91,03	1 101	14,5
Mar		4 796	-239	-4,8	2,3	-5,3	7,7	-6,0	-9,4	-17,4	-2,6	1 217	25,5	9,33	33,51	90,67	1 238	25,2
Apr		4 684	-305	-6,1	1,0	-6,7	8,8	-7,4	-10,1	-16,8	-4,7	1 297	12,4	9,46	35,66	90,54	1 328	12,2
May		4 572	-319	-6,5	1,2	-7,2	9,5	-7,9	-11,3	-18,0	-4,9	1 459	13,7	7,95	35,53	92,05	1 490	13,8
Jun		4 450	-314	-6,6	0,5	-7,2	11,1	-8,1	-12,0	-18,6	-4,9	1 519	18,9	7,26	36,75	92,74	1 529	18,3
Jul		4 420	-279	-5,9	1,7	-6,6	11,9	-7,5	-12,0	-18,7	-4,1	1 645	9,1	6,93	38,23	93,07	1 648	9,1
Ago		4 428	-271	-5,8	2,6	-6,5	9,6	-7,2	-11,4	-18,3	-3,9	1 135	8,8	6,43	35,47	93,57	1 162	8,4
Sep		4 448	-277	-5,9	2,4	-6,6	10,0	-7,3	-11,5	-18,0	-4,2	1 634	17,4	8,48	36,95	91,52	1 730	16,7
Oct		4 527	-285	-5,9	1,5	-6,6	9,4	-7,3	-11,3	-18,1	-4,3	1 702	7,6	8,75	38,22	91,25	1 742	7,0
Nov		4 512	-297	-6,2	1,1	-6,8	3,0	-7,3	-11,6	-17,9	-4,3	1 385	11,6	8,49	34,39	91,51	1 397	11,5
Dic		4 448	-254	-5,4	2,4	-6,1	6,2	-6,7	-10,9	-16,8	-3,7	1 384	7,2	7,21	33,48	92,79	1 442	11,6
15 Ene		4 526	-289	-6,0	-0,7	-6,4	9,7	-7,2	-11,7	-17,6	-4,3	1 368	8,6	8,79	32,14	91,21	1 321	3,9
Feb		4 512	-300	-6,2	-1,2	-6,7	5,9	-7,3	-12,1	-18,3	-4,2	1 227	12,5	9,80	34,32	90,20	1 237	12,3
Mar		4 452	-344	-7,2	-1,3	-7,7	-2,7	-8,0	-12,5	-17,9	-5,2	1 442	18,5	10,01	35,64	89,99	1 457	17,7

PARO REGISTRADO Tasas de variación interanual

COLOCACIONES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

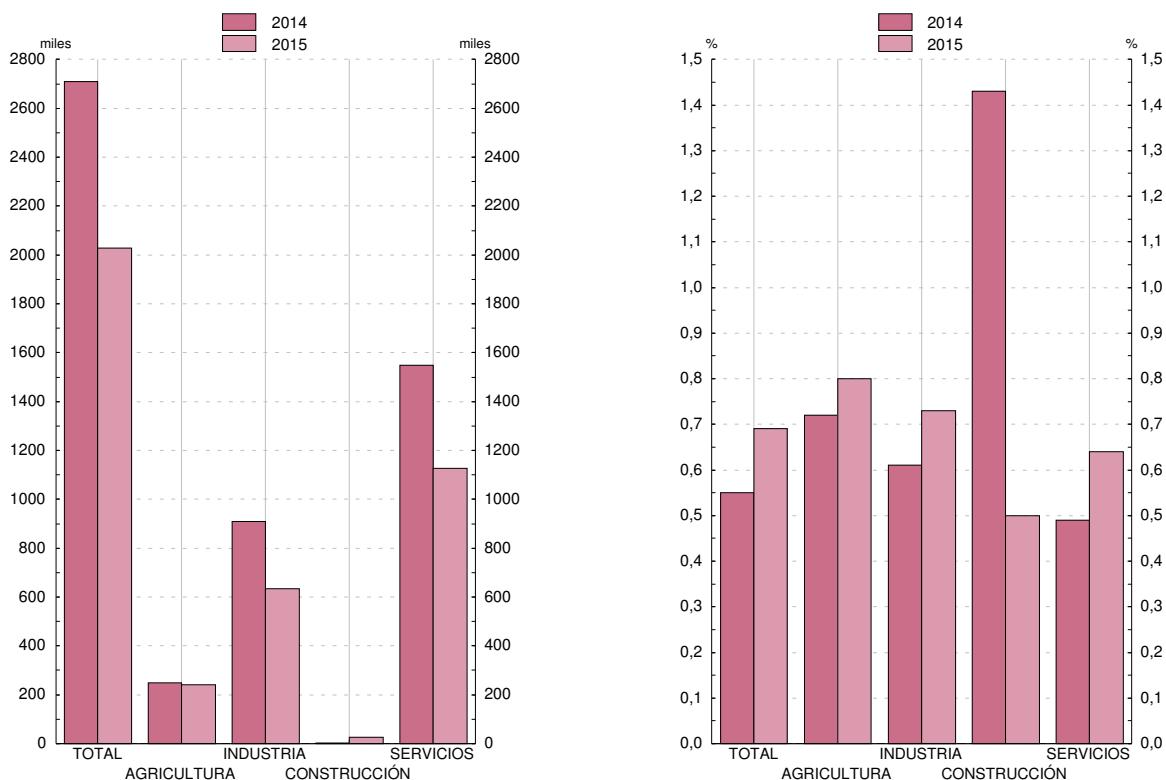
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas y porcentajes. Datos acumulados

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro															
			Miles de trabajadores afectados						Incremento salarial medio pactado									
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)(c)	Año de firma anterior al de efectos económicos	Año de firma igual al de efectos económicos	Total	Variación interanual	Agricul-tura	Indus-tria	Construcción	Servicios	Año de firma anterior al de efectos económicos	Año de firma igual al de efectos económicos	Total	Agricul-tura	Indus-tria	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
12	P	10 099	1,00	...	...	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	...	...	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
13	P	8 850	0,51	...	...	5 041	-1 038	229	1 411	351	3 049	...	...	0,57	0,95	0,49	0,58	0,58
14	P	5 876	0,58	3 171	1 585	4 756	-285	393	1 421	16	2 927	0,54	0,62	0,57	0,68	0,58	0,63	0,54
13 Oct	P	8 771	0,50	...	...	4 209	-625	189	1 287	338	2 395	...	...	0,55	0,94	0,49	0,59	0,55
Nov	P	8 779	0,50	...	...	4 580	-1 214	229	1 320	349	2 682	...	...	0,60	0,95	0,49	0,59	0,62
Dic	P	8 850	0,51	...	...	5 041	-1 038	229	1 411	351	3 049	...	...	0,57	0,95	0,49	0,58	0,58
14 Ene	P	5 282	0,56	953	13	966	478	36	223	0	706	0,61	0,02	0,60	1,00	0,79	-	0,52
Feb	P	5 286	0,56	1 669	30	1 699	898	176	380	3	1 140	0,60	0,42	0,60	0,66	0,90	1,46	0,49
Mar	P	5 292	0,56	2 536	173	2 709	1 557	248	908	4	1 549	0,55	0,53	0,55	0,72	0,61	1,43	0,49
Apr	P	5 577	0,57	2 749	318	3 067	1 642	265	1 016	4	1 783	0,56	0,61	0,56	0,74	0,62	1,42	0,51
May	P	5 580	0,57	2 952	549	3 500	1 795	306	1 193	4	1 998	0,55	0,49	0,54	0,70	0,58	1,41	0,49
Jun	P	5 607	0,57	2 981	622	3 603	1 527	308	1 232	4	2 059	0,55	0,52	0,54	0,70	0,59	1,31	0,49
Jul	P	5 762	0,58	3 009	759	3 768	1 333	310	1 238	4	2 216	0,54	0,59	0,55	0,70	0,59	1,29	0,51
Ago	P	5 776	0,58	3 038	836	3 874	482	312	1 290	4	2 267	0,54	0,57	0,55	0,70	0,58	1,21	0,51
Sep	P	5 788	0,58	3 060	1 137	4 197	478	313	1 336	5	2 544	0,54	0,62	0,56	0,70	0,58	1,22	0,54
Oct	P	5 869	0,58	3 100	1 227	4 327	118	313	1 350	7	2 658	0,54	0,64	0,57	0,70	0,58	0,79	0,55
Nov	P	5 876	0,58	3 130	1 289	4 418	-162	313	1 369	7	2 729	0,54	0,64	0,57	0,70	0,59	0,79	0,55
Dic	P	5 876	0,58	3 171	1 585	4 756	-285	393	1 421	16	2 927	0,54	0,62	0,57	0,68	0,58	0,63	0,54
15 Ene	P	1 924	0,66	1 031	4	1 035	68	40	371	26	597	0,63	0,51	0,63	0,99	0,59	0,50	0,64
Feb	P	1 924	0,66	1 611	21	1 632	-67	241	527	26	839	0,67	0,61	0,67	0,80	0,68	0,50	0,64
Mar	P	1 925	0,66	1 977	50	2 027	-682	241	634	26	1 126	0,69	0,39	0,69	0,80	0,73	0,50	0,64

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero - Marzo

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero - Marzo



FUENTE: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo.

a. Los datos incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año.

b. Hasta el año 2010, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda.

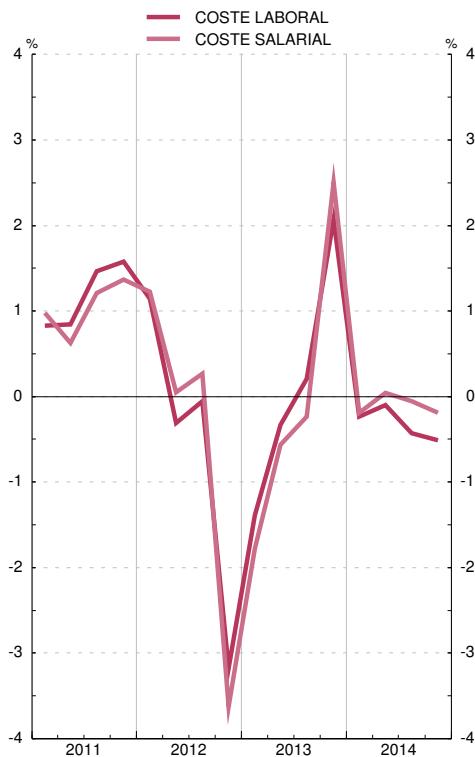
c. La información de convenios registrados en 2013 con efectos económicos en 2013 no es homogénea con la del mismo periodo del año anterior.

4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

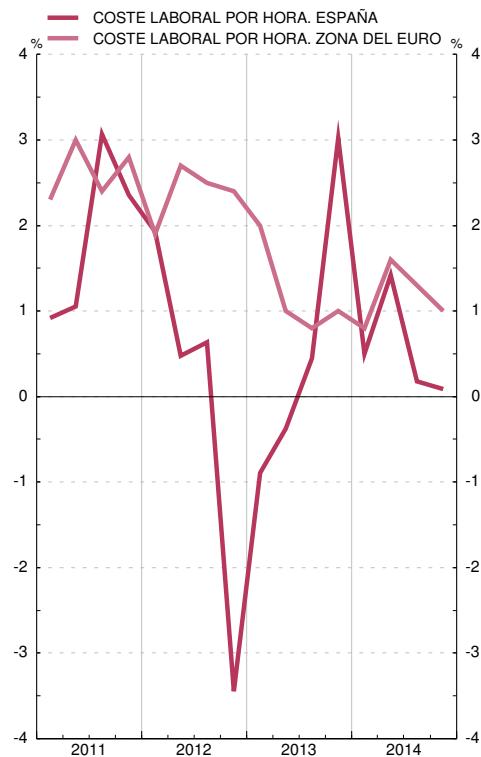
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual															
	Mes	Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: Coste laboral por hora efectiva (a)		
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		España (b)	Zona del euro (c)	
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios			12	13	
11	M	1,2	1,7	2,8	1,0	2,2	1,0	2,8	2,5	0,5	2,1	1,6	1,9	2,6	
12	M	-0,6	1,9	1,5	-1,3	-0,1	-0,6	1,2	1,3	-1,1	-0,1	-0,8	-0,2	2,4	
13	M	0,2	1,8	0,5	-0,1	0,5	0,0	1,9	0,5	-0,4	0,4	0,6	0,6	1,2	
13 I-IV	M	0,2	1,8	0,5	-0,1	0,5	0,0	1,9	0,5	-0,4	0,4	0,6	0,6	1,2	
14 I-IV	M	-0,3	1,3	-0,2	-0,6	0,1	-0,1	1,5	0,7	-0,5	0,3	-1,0	0,5	1,2	
12 //		-0,3	2,6	2,6	-1,0	0,7	0,0	2,1	2,2	-0,5	1,0	-1,4	0,5	2,7	
//		-0,1	1,8	1,0	-0,4	-	0,3	1,0	1,2	0,0	0,3	-0,9	0,6	2,5	
/IV		-3,2	0,7	0,0	-4,2	-2,2	-3,6	-0,2	0,4	-4,7	-2,7	-1,8	-3,4	2,4	
13 I		-1,4	1,5	-0,8	-2,0	2,1	-1,8	1,4	-0,5	-2,6	1,8	-0,3	-0,9	2,0	
//		-0,3	1,8	1,8	-0,8	-2,4	-0,6	1,8	1,5	-1,2	-2,6	0,4	-0,4	1,0	
/III		0,2	2,5	0,2	-0,2	0,5	-0,2	2,1	0,5	-0,8	0,1	1,4	0,4	0,8	
/IV		2,1	1,4	0,7	2,6	1,8	2,5	2,3	0,5	2,8	2,2	0,8	3,0	1,0	
14 I		-0,2	1,0	0,4	-0,5	-1,8	-0,2	1,4	-0,0	-0,5	-1,8	-0,4	0,5	0,8	
//		-0,1	1,8	-1,3	-0,3	3,5	0,0	2,1	0,4	-0,3	3,7	-0,5	1,4	1,6	
/III		-0,4	1,0	0,4	-0,7	-0,1	-0,1	1,7	1,2	-0,4	0,3	-1,5	0,2	1,3	
/IV		-0,5	1,4	-0,2	-0,9	-1,2	-0,2	0,9	1,1	-0,5	-0,8	-1,5	0,1	1,0	

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta Trimestral de Coste Laboral e Índice de Coste Laboral Armonizado) y Eurostat.

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

a. Corregida de efecto calendario.

b. Índice de Coste Laboral Armonizado (base 2008).

c. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica.

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

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria				
	Total economía		Industria		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía		
	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
11	P	-1,1	0,6	-1,5	-0,2	0,9	2,1	2,0	1,5	-0,6	1,7	-2,5	0,1
12	P	-3,0	1,8	0,2	1,7	-0,6	1,6	2,4	-0,2	-2,1	-0,8	-4,4	-0,5
13	P	-0,4	1,3	-1,1	1,6	1,7	1,7	2,1	0,3	-1,2	-0,4	-3,3	-0,7
12 I	P	-1,3	1,9	2,4	1,8	1,0	1,8	2,4	-0,1	-1,7	-0,4	-4,0	-0,3
//	P	-2,5	1,9	0,2	1,7	0,1	1,7	2,7	-0,2	-2,1	-0,8	-4,6	-0,6
///	P	-2,9	2,0	-0,6	1,3	-0,6	1,7	2,4	-0,3	-2,1	-0,8	-4,4	-0,6
/V	P	-5,2	1,5	-1,0	1,8	-3,0	1,2	2,4	-0,3	-2,5	-0,9	-4,7	-0,7
13 I	P	-1,6	1,8	-0,3	2,6	0,5	1,5	2,2	-0,3	-2,2	-1,2	-4,3	-1,0
//	P	-1,3	1,1	-1,0	1,6	1,0	1,5	2,3	0,4	-1,7	-0,6	-3,9	-0,9
///	P	-0,6	1,2	-2,1	2,4	1,4	1,7	2,0	0,4	-1,0	-0,2	-3,0	-0,7
/V	P	2,0	1,1	-0,9	-0,1	3,8	1,9	1,8	0,8	0,0	0,4	-1,8	-0,4
14 I	P	-1,1	0,7	-2,1	0,6	-0,1	1,6	1,1	0,9	0,6	1,1	-0,4	0,2
//	P	-0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,0	1,2	0,2	0,2	1,2	0,8	1,0	0,6
///	P	-0,3	1,2	1,8	1,2	-0,3	1,2	-0,0	0,1	1,6	0,8	1,7	0,7
/V	P	-0,1	1,3	2,1	2,5	-0,5	1,3	-0,4	-0,0	2,0	0,9	2,4	0,9

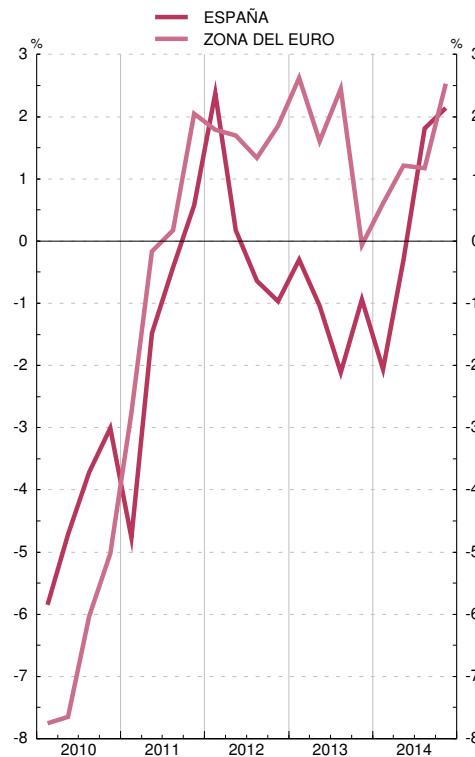
COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL

Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: INDUSTRIA

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2010) y EUROSTAT.

a. España: elaborado según el SEC2010, series corregidas de efectos estacionales y de calendario.

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2011 = 100

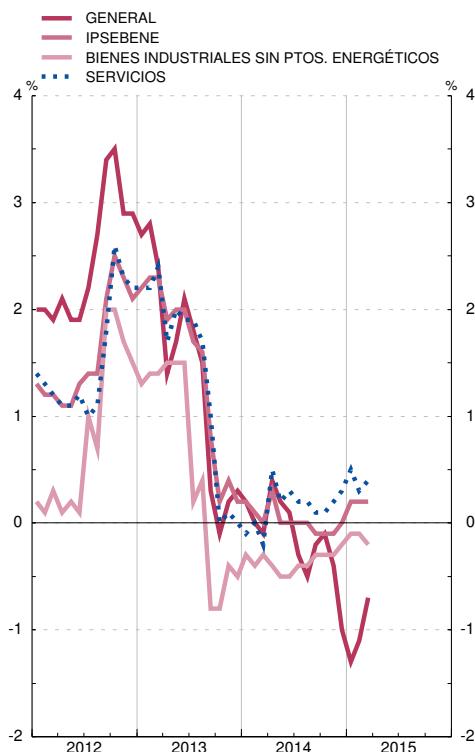
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

	Serie original	Índice general (100%)				Tasa de variación interanual ($\frac{1}{12}$)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
		m 1 (a)	T 12 (b)	s/ T dic (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 T 12	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
12	M	102,4	-	2,5	2,9	2,3	3,0	0,8	8,9	1,5	1,6	111,6	9,9
13	M	103,9	-	1,4	0,3	3,5	3,1	0,6	0,1	1,4	1,5	114,6	2,7
14	M	103,7	-	-0,1	-1,0	-1,2	0,4	-0,4	-0,8	0,2	0,0	...	...
14	E-M	103,2	-0,4	0,0	-1,3	0,7	1,4	-0,3	-1,0	-0,1	0,1	108,4	-6,5
15	E-M	102,2	-0,3	-1,0	-1,3	0,3	0,1	-0,1	-9,6	0,4	0,2	...	...
13	Dic	104,6	0,1	0,3	0,3	0,6	2,3	-0,5	0,2	-	0,2	117,6	-2,3
14	Ene	103,2	-1,3	0,2	-1,3	0,9	1,7	-0,3	-	-0,1	0,2	107,3	-6,2
	Feb	103,1	-	-	-1,4	1,2	1,3	-0,4	-1,7	-	0,1	108,1	-5,6
	Mar	103,4	0,2	-0,1	-1,2	-	1,2	-0,3	-1,4	-0,2	-	110,0	-7,7
	Abr	104,3	0,9	0,4	-0,3	-0,5	0,8	-0,4	1,6	0,5	0,3	112,0	-4,0
	May	104,3	-	0,2	-0,3	-2,7	0,6	-0,5	3,0	0,2	-	111,0	-10,3
	Jun	104,3	-	0,1	-0,2	-3,8	0,2	-0,5	2,6	0,3	-	111,7	-6,9
	Jul	103,3	-0,9	-0,3	-1,2	-5,2	-0,1	-0,4	0,3	0,2	-	96,5	-10,0
	Ago	103,5	0,2	-0,5	-1,0	-5,4	-0,2	-0,4	-0,9	0,2	-	97,6	-6,3
	Sep	103,7	0,2	-0,2	-0,9	-1,5	-0,2	-0,3	-	0,1	-0,1	107,0	-5,7
	Oct	104,2	0,5	-0,1	-0,4	1,7	-0,2	-0,3	-1,1	0,1	-0,1	107,4	-9,0
	Nov	104,1	-0,1	-0,4	-0,5	1,2	-0,2	-0,3	-3,2	0,2	-0,1	107,8	-2,9
	Dic	103,5	-0,6	-1,0	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	-8,5	0,3	-	...	...
15	Ene	101,8	-1,6	-1,3	-1,6	-0,7	-0,1	-0,1	-11,4	0,5	0,2	...	...
	Feb	102,0	0,2	-1,1	-1,4	0,9	0,1	-0,1	-10,2	0,3	0,2	...	...
	Mar	102,7	0,6	-0,7	-0,8	0,9	0,3	-0,2	-7,4	0,4	0,2	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

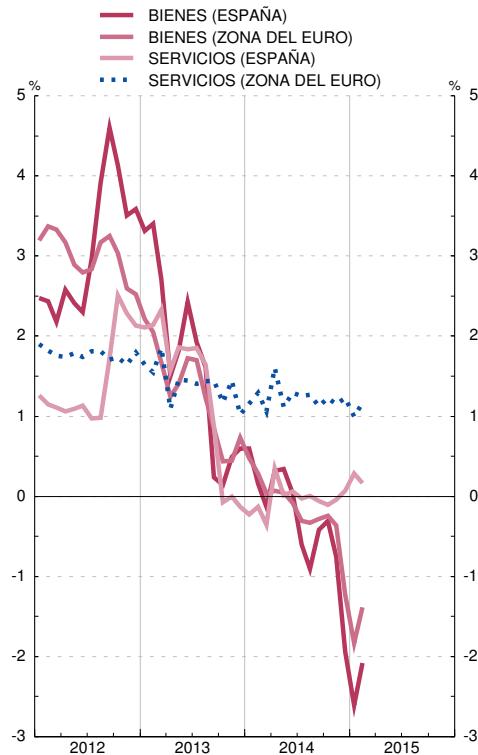
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Desde enero de 2011 se han incorporado las normas del Reglamento CE N°330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.eurostat.eu.int)

5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2010 = 100

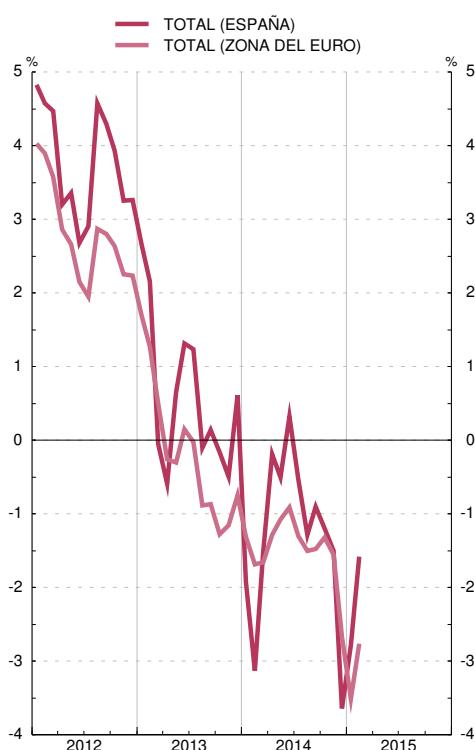
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro						
	Serie original	m ₁ (a)	T ₁₂	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía										
												1	2	3	4	5		
12	M	111,0	—	3,8	—	2,5	—	0,5	—	1,4	—	9,7	2,8	2,5	1,0	0,7	6,6	
13	M	111,7	—	0,6	—	2,2	—	-0,1	—	-0,5	—	0,5	-0,2	1,7	0,6	-0,6	-1,6	
14	MP	110,2	—	-1,3	—	-0,5	—	0,2	—	-1,5	—	-3,1	-1,5	0,1	0,4	-1,1	-4,4	
14	E-F	109,9	—	-2,5	—	-0,8	—	-0,2	—	-2,6	—	-5,7	-1,5	0,6	0,3	-1,7	-3,9	
15	E-F	107,5	—	-2,2	—	0,9	—	0,5	—	-1,1	—	-8,4	-3,1	-0,8	0,7	-1,7	-9,2	
13	Nov	110,7	-0,9	-0,5	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	-0,2	-2,0	-2,6	0,1	-1,2	0,9	0,5	-1,7	-3,1	
	Dic	112,0	1,1	0,6	-0,3	-0,0	-0,0	-0,4	-0,2	-2,3	4,6	5,1	-0,7	0,8	0,6	-1,7	-1,8	
14	Ene	110,5	-1,4	-1,9	-0,1	-0,6	0,2	-0,1	0,2	-2,4	-5,2	-3,9	-1,3	0,7	0,4	-1,6	-3,4	
	Feb	109,4	-1,0	-3,1	-0,1	-0,9	-0,2	-0,3	-0,2	-2,8	-3,3	-7,6	-1,7	0,6	0,3	-1,8	-4,4	
	Mar	109,5	0,1	-1,5	0,0	-0,9	0,3	-0,1	-0,2	-2,9	0,6	-1,7	-1,7	0,5	0,3	-1,9	-4,4	
	Abr	109,7	0,1	-0,2	0,1	-0,7	-0,0	-0,2	0,2	-2,2	0,1	2,4	-1,3	0,7	0,2	-1,5	-3,6	
	May	110,6	0,8	-0,5	0,2	-0,5	0,1	0,2	0,0	-1,9	3,1	0,5	-1,1	0,5	0,3	-1,2	-3,1	
	Jun	111,5	0,9	0,3	-0,0	-0,7	-0,1	0,4	0,2	-1,4	3,1	3,1	-0,9	0,4	0,4	-0,9	-2,5	
	Jul	111,6	0,1	-0,5	0,2	-0,5	0,2	0,4	0,0	-1,0	-0,1	-0,7	-1,3	0,2	0,4	-0,6	-4,1	
	Ago	110,6	-0,9	-1,3	0,3	-0,3	0,0	0,2	-0,2	-0,9	-3,3	-3,7	-1,5	-0,0	0,4	-0,6	-4,9	
	Sep	111,3	0,6	-0,9	-0,2	-0,5	0,2	0,6	0,1	-0,7	2,2	-2,4	-1,5	-0,4	0,5	-0,5	-4,5	
	Oct	110,3	-0,8	-1,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	-0,1	-0,5	-2,7	-4,0	-1,3	-0,6	0,6	-0,4	-4,1	
	Nov	109,1	-1,2	-1,5	0,0	-0,1	-0,1	0,5	-0,3	-0,6	-4,1	-5,5	-1,6	-0,6	0,6	-0,5	-4,9	
	Dic	P	107,9	-1,1	-3,6	0,2	0,4	0,1	0,6	-0,3	-0,8	-4,1	-13,4	-2,7	-0,7	0,6	-1,0	-8,3
15	Ene	P	107,4	-0,5	-2,8	0,3	0,7	0,2	0,6	-0,2	-1,1	-2,0	-10,4	-3,5	-0,9	0,7	-1,7	-10,5
	Feb	P	107,6	0,2	-1,6	0,2	1,1	-0,3	0,5	-0,3	-1,1	-6,4	-2,8	-0,7	0,7	-1,8	-8,0	

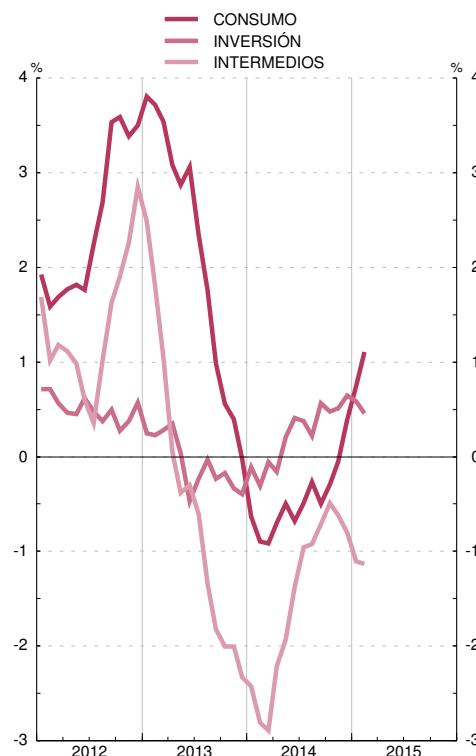
ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

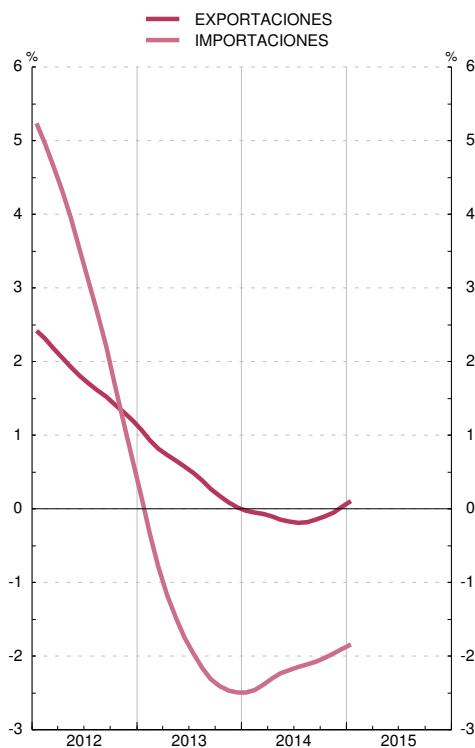
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

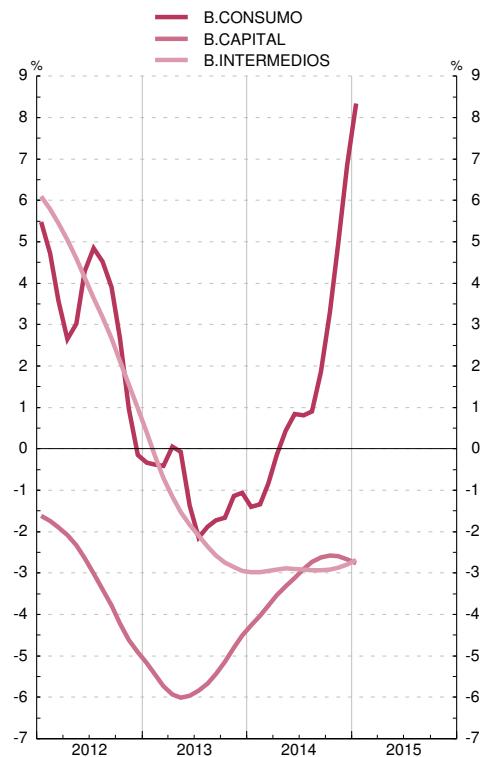
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
12	2,1	5,7	7,0	-0,4	3,1	-0,7	4,6	3,4	-2,1	5,7	10,0	2,3
13	-0,1	1,2	-5,2	-0,1	-5,8	0,6	-4,2	-0,9	-8,2	-4,9	-8,6	-2,6
14	-1,0	0,3	-2,1	-1,6	-5,2	-1,4	-2,4	1,1	-2,1	-3,5	-6,8	-1,6
14 E-E	-2,2	-0,9	-2,4	-2,8	-4,3	-2,8	-6,7	-2,7	-1,9	-8,3	-12,1	-5,1
15 E-E	0,1	3,0	-2,2	-1,5	-22,1	0,5	-2,8	9,9	-3,8	-7,1	-28,3	2,8
13 Ago	1,9	3,8	-3,3	1,1	-3,1	0,7	-6,4	-1,7	-12,2	-7,5	-10,6	-4,5
Sep	-2,8	-3,2	-6,1	-2,6	-5,8	-1,8	-3,7	0,3	-9,9	-4,3	-6,8	-1,2
Oct	0,6	0,1	-1,2	1,0	-10,0	2,9	-6,7	-5,3	-10,0	-7,0	-8,4	-5,3
Nov	-1,3	0,1	-10,3	-0,4	-14,0	0,5	-2,8	1,8	-0,3	-4,5	-8,3	-2,1
Dic	-2,4	-0,8	-3,8	-2,9	-7,1	-1,1	-3,5	-0,5	2,9	-5,5	-7,7	-2,2
14 Ene	-2,2	-0,9	-2,4	-2,8	-4,3	-2,8	-6,7	-2,7	-1,9	-8,3	-12,1	-5,1
Feb	-0,3	3,6	0,6	-2,7	-7,3	-2,3	-3,3	-1,2	-7,4	-3,7	-7,7	-2,0
Mar	2,8	3,0	-0,2	3,0	5,0	2,8	-4,9	-2,1	-20,6	-4,1	-8,2	-3,4
Abr	-1,6	-0,3	4,8	-3,5	-9,8	-2,5	0,3	1,4	1,4	-0,1	-3,7	3,0
May	1,3	0,7	2,8	1,4	1,5	2,2	0,8	-0,8	-4,3	1,7	11,5	-1,3
Jun	2,6	-1,7	-2,0	-3,3	1,6	-4,0	-2,1	2,8	-4,0	-3,5	5,6	-1,7
Jul	-1,8	0,6	-4,0	-2,7	-9,7	-2,4	-1,3	0,4	-3,1	-1,7	1,3	-1,5
Ago	-4,1	-2,1	-2,6	-5,3	-11,3	-5,1	-1,7	-0,9	10,4	-2,9	-7,4	-0,4
Sep	1,4	3,7	-9,9	2,1	1,5	1,0	-3,6	1,1	-4,6	-5,1	-11,2	-1,9
Oct	-2,3	-0,7	-10,0	-1,9	-6,1	-1,5	-2,0	3,8	7,7	-4,8	-11,1	-2,4
Nov	-1,3	0,4	0,0	-2,6	-5,3	-2,0	-2,2	3,4	3,4	-4,9	-11,7	-1,5
Dic	-1,5	-2,3	-1,5	-0,9	-18,1	0,2	-1,8	7,9	-2,7	-5,3	-16,4	-0,7
15 Ene	0,1	3,0	-2,2	-1,5	-22,1	0,5	-2,8	9,9	-3,8	-7,1	-28,3	2,8

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, MHAP y BE.

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

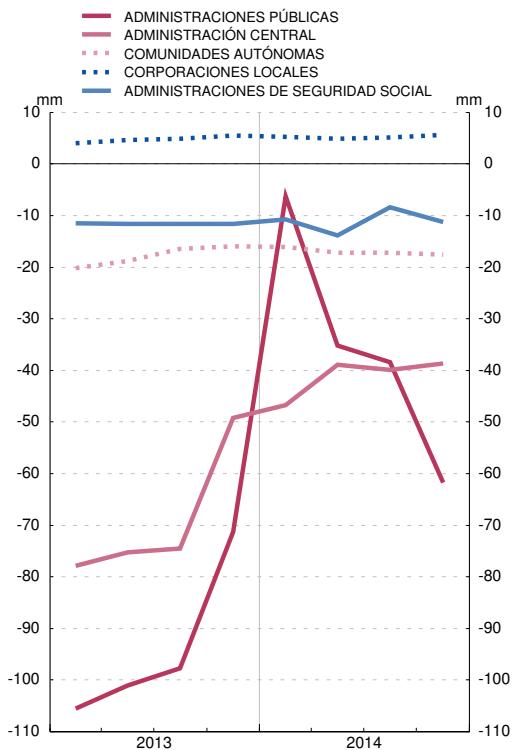
a.Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

6.1. ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN

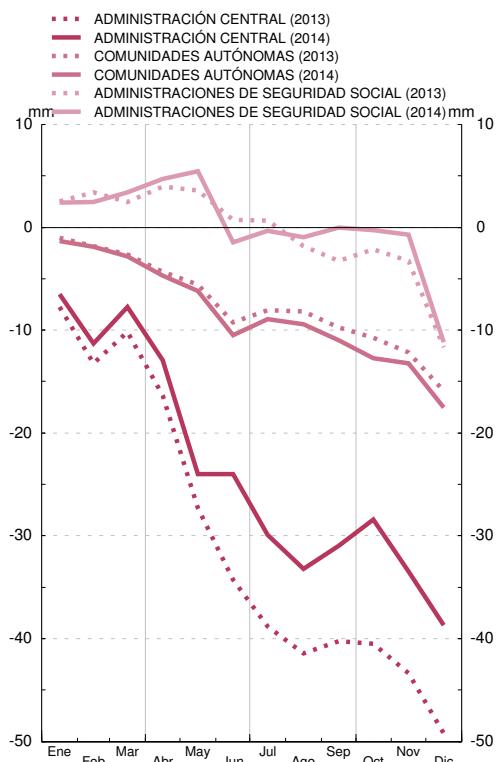
■ Serie representada gráficamente.

		Millones de euros							
		Administración Central		Comunidades Autónomas		Corporaciones Locales		Administraciones de Seguridad Social	
		Total		(b)					
		Del cual:							
		Estado							
		(a)							
		1 = 2+4+5+6		2		3		4	
13	A	-71 291	-49 190	-45 321	-15 932	5 474	5 662	-11 643	-11 202
14	A	-61 741	-38 672	-40 068	-17 529				
14 I	A	-6 325	-7 774	-9 570	-2 855	928		3 376	
//	A	-28 887	-16 210	-16 986	-7 644	-172		-4 861	
///	A	-3 245	-6 966	-6 042	-505	2 755		1 471	
/IV	A	-23 284	-7 722	-7 470	-6 525	2 151		-11 188	
14 E-E	A	...	-6 514	-6 241	-1 340	...		2 396	
15 E-E	A	...	-6 684	-6 128	-649	...		1 784	
14 Mar	A	...	3 516	3 383	-967	...		901	
Abr	A	...	-5 158	-5 041	-1 862	...		1 346	
May	A	...	-11 047	-11 505	-1 489	...		707	
Jun	A	...	-5	-440	-4 293	...		-6 914	
Jul	A	...	-5 946	-5 712	1 566	...		1 158	
Ago	A	...	-3 290	-2 825	-499	...		-653	
Sep	A	...	2 270	2 495	-1 572	...		966	
Oct	A	...	2 563	2 296	-1 743	...		-250	
Nov	A	...	-5 089	-5 072	-468	...		-456	
Dic	A	...	-5 196	-4 694	-4 314	...		-10 482	
15 Ene	A	...	-6 684	-6 128	-649	...		1 784	

CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por tipo de administración. Suma móvil 4 trimestres



CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por tipo de administración. Datos acumulados enero fecha. Información mensual



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

a. El detalle por operaciones se difunde en el indicador 6.3.

b. El detalle por Comunidades Autónomas se difunde en el indicador 6.6.

6.2. ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE)

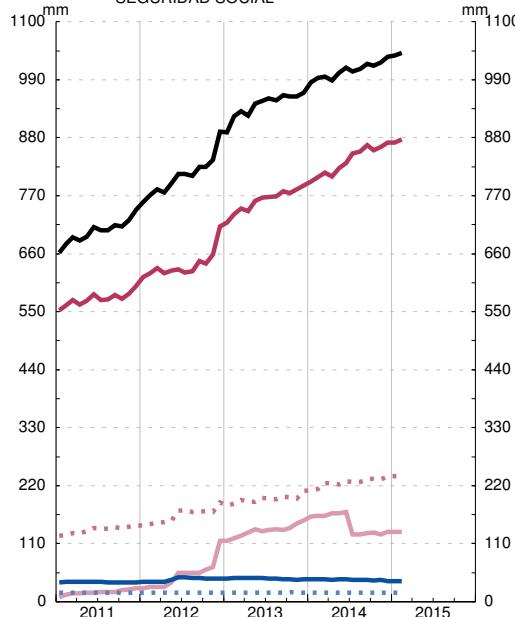
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Total	Por administraciones						Efectivo y Depósitos	Por instrumentos						
		Administración Central (b)		Comunidades Autónomas	Corporaciones Locales	Administraciones de Seguridad Social	Deuda en poder de Administraciones Públicas (consolidación)		Valores distintos de acciones			Préstamos			
		Estado	Otras Unidades						Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
	(a)	1=(2 a 6)-7	2	3	4	5	6	7	8	9=10+11	10	11	12=13+14	13	14
10	649 259	544 790	6 767	123 419	35 453	17 169	78 338	3 584	534 226	68 929	465 297	111 449	8 438	103 011	
11	743 531	598 995	25 243	145 086	36 819	17 169	79 781	3 685	610 699	74 185	536 514	129 146	15 232	113 915	
12	890 978	711 474	114 932	188 407	44 007	17 188	185 030	3 681	669 887	60 576	609 311	217 409	15 139	202 270	
13	P	966 170	789 028	153 935	209 761	42 115	17 187	245 857	3 696	765 746	78 977	686 769	196 728	12 078	184 649
13 Sep	P	961 233	779 068	135 609	199 737	43 108	17 190	213 479	3 714	750 773	72 755	678 018	206 745	16 714	190 031
Oct	P	957 830	774 927	140 242	198 224	42 161	17 747	215 472	3 690	748 408	75 624	672 784	205 732	16 331	189 401
Nov	P	957 767	782 423	147 682	195 600	41 818	17 195	226 951	3 688	760 164	77 512	682 652	193 914	12 486	181 429
Dic	P	966 170	789 028	153 935	209 761	42 115	17 187	245 857	3 696	765 746	78 977	686 769	196 728	12 078	184 649
14 Ene	P	985 121	796 203	161 933	211 177	42 038	17 187	243 417	3 712	776 220	78 615	697 604	205 190	13 776	191 414
Feb	P	994 056	804 942	162 513	213 801	42 267	17 188	246 655	3 712	787 114	76 530	710 584	203 230	10 783	192 447
Mar	P	995 834	813 206	162 689	224 964	41 913	17 188	264 126	3 726	788 962	72 474	716 487	203 146	10 720	192 426
Abr	P	998 692	806 390	167 540	224 151	41 908	17 192	268 488	3 737	782 294	70 736	711 557	202 661	10 281	192 379
May	P	1 002 729	821 941	167 504	222 200	42 648	17 189	268 752	3 767	796 702	71 667	725 035	202 261	10 634	191 626
Jun	P	1 012 596	831 414	170 468	228 207	41 995	17 203	276 691	3 804	804 833	74 652	730 181	203 959	11 546	192 413
Jul	P	1 006 246	850 012	127 494	227 719	40 898	17 196	257 072	3 849	801 645	73 032	728 613	200 752	13 335	187 417
Ago	P	1 010 023	854 390	127 459	226 679	41 280	17 199	256 984	3 857	805 595	72 271	733 324	200 571	12 070	188 502
Sep	P	1 020 303	865 657	129 553	232 068	40 789	17 200	264 964	3 863	815 106	74 078	741 029	201 333	11 676	189 657
Oct	A	1 016 884	856 245	130 597	232 643	40 694	17 189	260 484	3 844	810 904	74 759	736 145	202 136	12 595	189 541
Nov	A	1 022 946	862 809	127 994	231 557	40 729	17 202	257 344	3 852	817 297	77 028	740 269	201 797	11 971	189 826
Dic	A	1 033 857	870 763	131 881	236 747	38 363	17 188	261 086	3 847	825 101	77 611	747 490	204 908	11 668	193 240
15 Ene	A	1 035 473	870 797	131 980	238 001	38 592	17 188	261 086	3 865	825 106	78 991	746 115	206 503	13 329	193 174
Feb	A	1 040 752	877 434	131 947	238 790	38 778	17 193	263 390	3 874	832 215	76 299	755 915	204 663	12 199	192 464

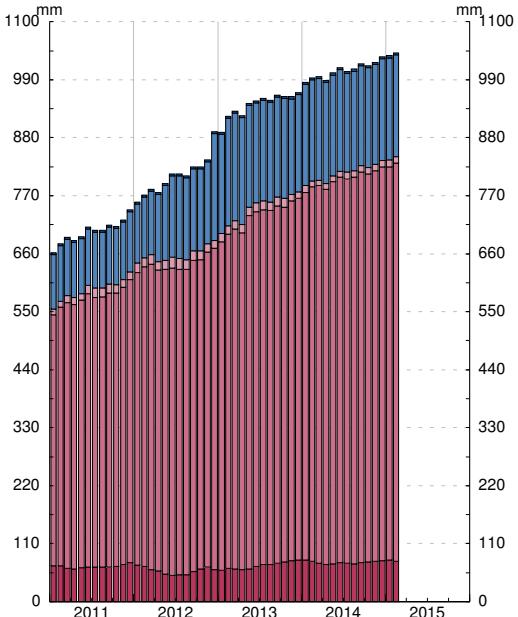
DEUDA SEGÚN EL PDE DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por subsectores. Miles de millones de euros

- ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
- ESTADO
- ORGANISMOS DE LA ADMÓN. CENTRAL
- ... COMUNIDADES AUTÓNOMAS
- CORPORACIONES LOCALES
- SEGURIDAD SOCIAL



DEUDA SEGÚN EL PDE DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por instrumentos. Miles de millones de euros

- VALORES A CORTO PLAZO
- VALORES A MEDIO Y LARGO PLAZO
- PRÉSTAMOS A CORTO PLAZO
- PRÉSTAMOS A LARGO PLAZO
- EFECTIVO Y DEPÓSITOS



FUENTE: BE.

a. La última información que ha sido contrastada con la que consta en los registros administrativos de las Comunidades Autónomas y de los seis grandes Ayuntamientos es la correspondiente a septiembre de 2014.

b. Desde julio de 2014, la deuda (préstamos y valores) del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores se incluye en la deuda del Estado, en lugar de en Otras Unidades de la Administración Central, debido a la integración de dicha unidad en el Estado a partir de esa fecha.

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

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital							Empleos corrientes y de capital							Pro memoria: déficit de caja		
	Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Interes- es y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remue- ne- ración de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- traciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos		
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14=	15	16	
13	P -45 321	169 504	55 441	22 765	9 878	62 213	19 207	214 825	18 250	28 690	125 752	1 326	40 807	-39 678	121 118	160 796	
14	A -40 068	174 521	57 395	22 425	10 233	63 543	20 925	214 589	18 023	30 359	122 709	2 939	40 559	-30 234	127 759	157 993	
14 E-F	A -12 953	22 394	10 240	4 013	789	5 500	1 852	35 347	2 631	4 808	20 744	61	7 103	-11 392	21 313	32 705	
15 E-F	A -11 818	23 892	10 893	3 942	400	6 431	2 226	35 710	2 745	4 840	20 801	158	7 166	-9 345	23 645	32 990	
14 Feb	A -6 712	11 349	5 326	2 119	354	2 566	984	18 061	1 312	2 274	10 220	34	4 221	4 464	16 092	11 629	
Mar	A 3 383	20 148	8 035	1 519	1 871	7 398	1 325	16 765	1 332	2 541	10 002	32	2 858	-2 979	6 774	9 753	
Apr	A -5 041	13 050	3 763	1 728	691	5 706	1 162	18 091	1 313	2 474	10 383	41	3 880	-730	13 440	14 170	
May	A -11 505	6 003	2 830	1 895	452	-421	1 247	17 508	1 307	2 532	10 710	24	2 935	-3 308	7 654	10 961	
Jun	A -440	18 988	7 452	1 797	589	6 863	2 287	19 428	2 374	2 478	10 672	146	3 758	-8 793	3 855	12 649	
Jul	A -5 712	16 303	3 820	1 878	568	6 591	3 446	22 015	1 322	2 619	15 230	49	2 795	-335	20 242	20 577	
Ago	A -2 825	11 403	2 569	1 681	552	5 285	1 316	14 228	1 285	2 607	8 003	12	2 321	424	8 739	8 315	
Sep	A 2 495	18 240	7 888	2 075	827	5 799	1 651	15 745	1 329	2 503	9 550	87	2 276	-4 006	4 847	8 853	
Oct	A 2 296	17 979	3 828	1 908	456	10 065	1 722	15 683	1 330	2 627	8 770	130	2 826	7 624	22 836	15 213	
Nov	A -5 072	11 228	3 416	2 241	382	3 573	1 616	16 300	1 311	2 516	9 339	165	2 969	-3 002	7 448	10 450	
Dic	A -4 694	18 785	3 554	1 690	3 056	7 184	3 301	23 479	2 489	2 654	9 306	2 192	6 838	-3 736	10 609	14 345	
15 Ene	A -6 128	11 306	4 923	1 896	253	3 077	1 157	17 434	1 453	2 582	10 586	126	2 687	-6 690	6 273	12 962	
Feb	A -5 690	12 586	5 970	2 046	147	3 354	1 069	18 276	1 292	2 258	10 215	32	4 479	-2 655	17 372	20 028	

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA

Suma móvil 12 meses

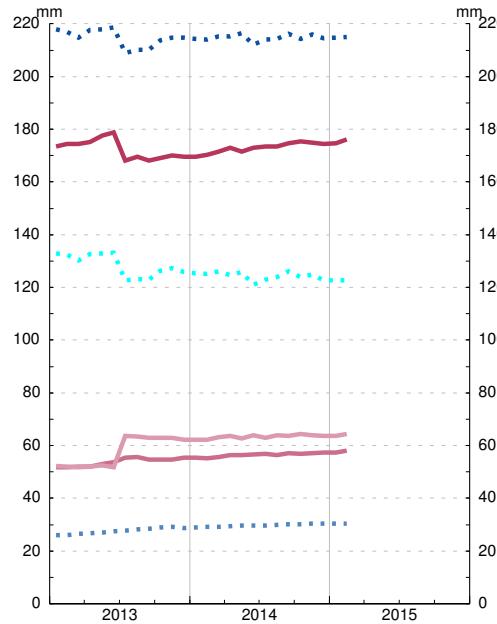
CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN

DÉFICIT DE CAJA

ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL

Suma móvil 12 meses

TOTAL RECURSOS
IVA
IMPUESTOS SOBRE LA RENTA Y EL PATRIMONIO
TOTAL EMPLEOS
INTERESES
TRANSFERENCIAS ENTRE APP



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

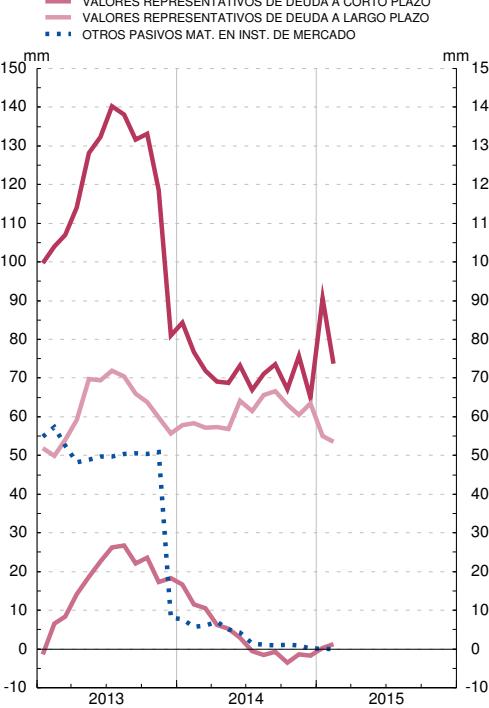
6.4. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de fi- nancia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contra- cción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)			
	Del cual	Depó- sitos en el Banco de España	Por instrumentos								Por sectores de contrapartida					
			Del cual		En monedas distin- tas de la pese- ta/ euro		Valores represen- tativos de deuda a corto plazo		Valores represen- tativos de deuda a largo plazo (a)		Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materi- alizados en ins- trumentos de mercado (b)	Otras cuen- tas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes		Resto del mundo
			Total	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
13	P -45 321	35 678	-2 400	80 999	-34	18 293	55 694	-876	8 014	-127	25 886	9 546	16 340	55 113	81 125	
14	A -40 068	24 802	-91	64 870	240	-1 806	63 406	-946	131	4 085	33 154	21 290	11 864	31 715	60 785	
14 E-F	A -12 953	-2 975	-0	9 978	3	-1 656	15 609	-	210	-4 185	9 694	9 823	-129	284	14 163	
15 E-F	A -11 818	7 082	1	18 900	4	1 354	5 676	-	20	11 850	18 900	-19 979	38 879	-	7 050	
14 Feb	A -6 712	775	-0	7 487	2	-971	11 984	-	202	-3 728	3 029	-932	3 961	4 458	11 215	
Mar	A 3 383	11 126	-1	7 743	2	-2 664	13 429	-	326	-3 348	5 006	3 468	1 538	2 737	11 091	
Apr	A -5 041	-12 391	2	-7 350	-15	-1 585	-8 153	-946	966	2 368	-6 480	-72	-6 408	-870	-9 718	
May	A -11 505	9 442	-0	20 947	2	865	17 947	-	34	2 101	11 874	2 912	8 962	9 073	18 846	
Jun	A -440	12 845	-89	13 285	2	-143	12 498	-	6	923	-5 182	-184	-4 998	18 467	12 362	
Jul	A -5 712	-16 756	0	-11 044	2	-53	-10 612	-	-2 545	2 167	3 048	-9 678	12 726	-14 092	-13 210	
Ago	A -2 825	4 435	-2	7 260	2	318	6 086	-	336	519	5 376	16 732	-11 356	1 884	6 741	
Sep	A 2 495	12 224	0	9 729	2	2 296	11 509	-	-20	-4 057	9 450	8 970	480	279	13 786	
Oct	A 2 296	-11 761	0	-14 057	-3	-170	-13 400	-	38	-525	-10 791	-5 443	-5 347	-3 267	-13 532	
Nov	A -5 072	7 308	0	12 380	241	400	8 633	-	305	3 042	-2 103	-5 278	3 175	14 483	9 338	
Dic	A -4 694	11 305	-1	15 999	2	585	9 861	-	474	5 079	13 261	38	13 223	2 738	10 920	
15 Ene	A -6 128	22 112	5 990	28 240	2	1 405	-4 838	-	11	31 661	28 240	-11 864	40 104	-	-3 422	
Feb	A -5 690	-15 029	-5 989	-9 339	2	-52	10 514	-	9	-19 811	-9 339	-8 115	-1 225	-	10 472	

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS
Suma móvil de 12 meses



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



FUENTE: BE.

a Incluye Letras del Tesoro emitidas a más de un año.

b Incluye otros préstamos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

6.5. ESTADO. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

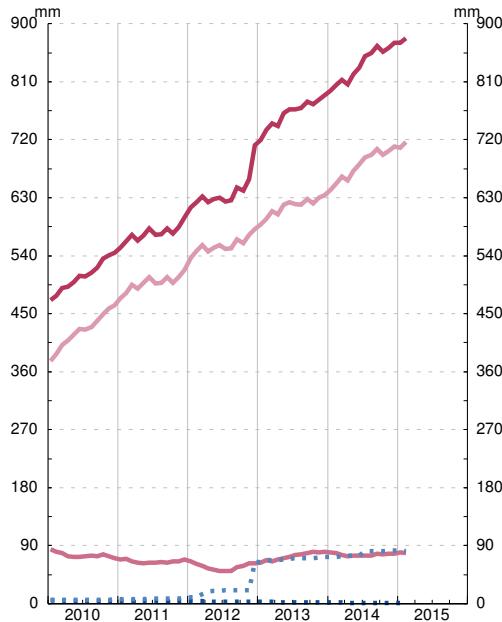
Del cual:	Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) (a)						Pro memoria:						
	Por instrumentos		Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España incluyendo Subastas de liquidez del Tesoro		Avales prestados				
	Total	En monedas distintas del euro	Valores representativos de deuda a corto plazo	Valores representativos de deuda a largo plazo (b)	Créditos del Banco de España	Resto de deuda PDE (c)	Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes	Resto del mundo	Total	Concedidos a otras AAPP	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
10	544 790	0	70 484	463 580	4 082	6 644	302 636	61 170	241 466	242 154	28 898	73 560	6 000
11	598 995	0	68 639	517 630	3 499	9 228	391 375	62 613	328 763	207 620	30 616	99 748	23 851
12	711 474	0	62 627	581 314	2 915	64 619	427 727	67 328	360 399	283 748	35 000	168 165	26 608
13	P 789 028	240	80 045	634 407	1 943	72 633	435 741	57 387	378 354	353 287	20 284	165 358	31 954
14	Feb	A 804 942	242	78 291	651 864	1 943	72 844	446 556	55 885	390 671	358 386	27 766	158 369
	Mar	A 813 206	241	75 581	662 512	1 943	73 169	458 334	58 443	399 892	354 871	31 797	146 523
	Abr	A 806 390	243	73 962	657 320	972	74 136	462 992	57 955	405 037	343 398	18 659	143 736
	May	A 821 941	246	74 808	671 991	972	74 170	468 098	58 219	409 879	353 842	29 627	143 645
	Jun	A 831 414	250	74 640	681 627	972	74 176	460 705	59 291	401 413	370 709	29 705	143 761
	Jul	A 850 012	252	74 561	693 049	972	81 430	487 877	55 250	432 627	362 135	19 264	143 802
	Ago	A 854 390	251	74 850	696 802	972	81 766	490 269	55 161	435 108	364 121	22 340	133 844
	Sep	A 865 657	257	77 129	705 810	972	81 746	499 858	55 466	444 392	365 798	27 997	132 659
	Oct	A 856 245	255	76 949	696 540	972	81 784	498 297	49 986	448 311	357 947	24 080	126 984
	Nov	A 862 809	251	77 344	702 404	972	82 089	489 510	46 146	443 364	373 298	30 865	121 406
	Dic	A 870 763	257	77 926	709 307	972	82 558	486 732	45 135	441 597	384 031	29 125	120 483
15	Ene	A 870 797	266	79 321	707 931	972	82 574	465 827	45 135	420 692	404 970	47 857	119 535
	Feb	A 877 434	275	78 436	716 834	972	81 192	...	47 416	...	...	34 497	118 472
												24 809	39 435
												6 641	

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos. Miles de millones de euros

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida. Miles de millones de euros

— DEUDA DEL ESTADO
— VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA A CORTO PLAZO
— VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA A LARGO PLAZO
■ CRÉDITOS DEL BANCO DE ESPAÑA
■ OTROS PASIVOS

— DEUDA DEL ESTADO
— OTROS SECTORES RESIDENTES
— RESTO DEL MUNDO
■ ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



FUENTE: BE.

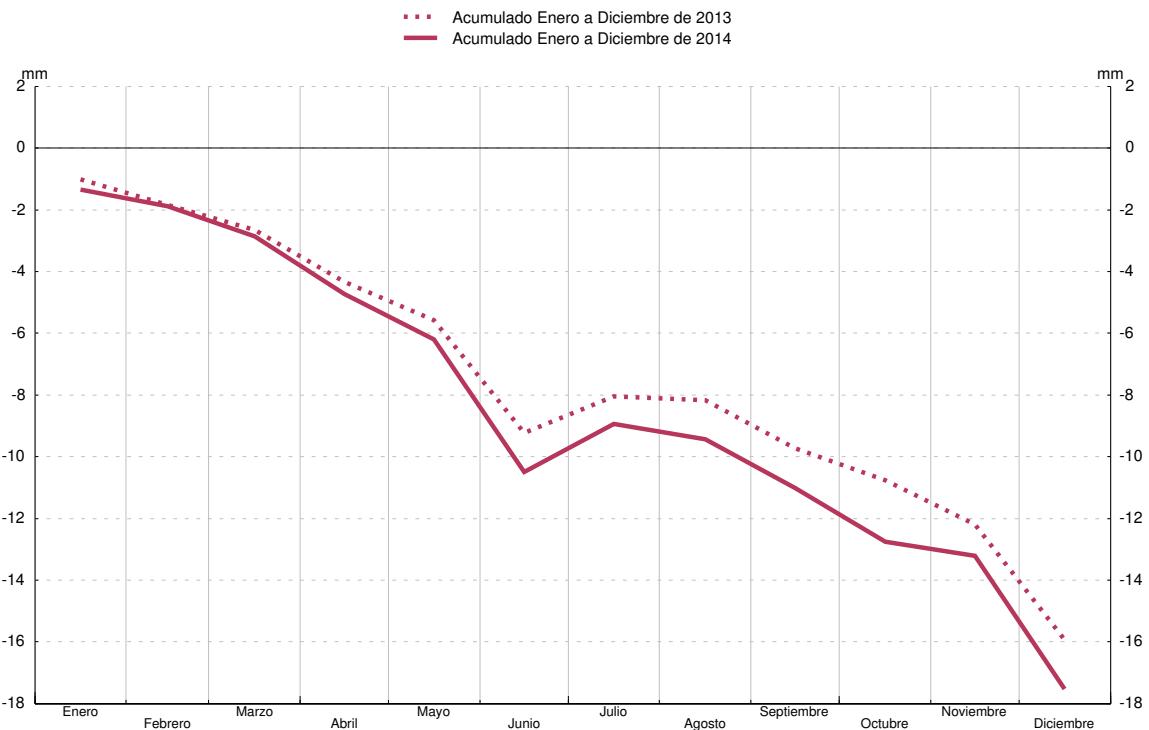
- a. Desde julio de 2014 incluye la deuda (préstamos y valores) del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, organismo que se ha integrado en el Estado a partir de esa fecha.
- b. Incluye Letras del Tesoro emitidas a más de un año.
- c. Incluye los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), otros préstamos, valores no negociables y moneda en circulación.
- d. Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

6.6. COMUNIDADES AUTÓNOMAS. CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN

		Millions of euros																
	Total	Andalucía	Aragón	Princ. de Asturias	Illes Balears	Cana-rias	Canta-bria	Cas-tilla-La Mancha	Cas-tilla y León	Cata-luña	Extre-madura	Gali-cia	La Rioja	Comun. de Madrid	Región de Murcia	Comun. Foral Navarra	País Vasco	Comun. Valen-ciana
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
13 III	A -498	-308	-66	-11	41	83	18	87	254	-506	110	193	2	-110	-107	41	-32	-187
IV	A -6 199	-286	-272	-204	-284	-228	-70	-433	-376	-1 447	-107	-173	-70	-362	-408	214	-404	-1 289
14 I	A -2 855	-640	-138	7	7	-8	-28	-135	-111	-918	-130	-128	-28	-655	-97	98	15	34
II	A -7 644	-1 255	-171	-148	-146	-143	-87	-279	-366	-1 709	-251	-346	-42	-1 122	-288	-198	-305	-788
III	A -505	-132	50	71	10	74	51	46	144	-435	73	142	6	-183	-86	11	90	-437
IV	A -6 525	382	-292	-208	-329	-302	-115	-298	-268	-2 090	-113	-225	-31	-688	-295	-32	-442	-1 179
14 E-E	A -1 340	-283	-24	8	-	-6	-17	-73	-70	-388	-35	33	-10	-227	-75	-36	-33	-104
15 E-E	A -649	-180	-40	8	15	1	-22	-59	-	-52	-34	71	51	-174	-34	41	-11	-230
14 Mar	A -967	-216	-64	-11	22	15	-14	-13	4	-418	-40	-86	-12	-142	20	-83	10	61
Abr	A -1 862	-202	-28	-7	-19	-165	-6	-66	-47	-543	-61	-108	-	-267	-75	18	-49	-237
May	A -1 489	-294	-33	-34	-34	51	-28	-24	-47	-341	-53	-40	-11	-238	-72	-147	-95	-49
Jun	A -4 293	-759	-110	-107	-93	-29	-53	-189	-272	-825	-137	-198	-31	-617	-141	-69	-161	-502
Jul	A 1 566	232	109	108	171	139	52	79	174	172	79	228	15	50	24	-63	-72	69
Ago	A -499	-26	-39	-7	-44	-18	-1	-10	-13	-184	-38	-30	-4	-9	-43	81	101	-215
Sep	A -1 572	-338	-20	-30	-117	-47	-	-23	-17	-423	32	-56	-5	-224	-67	-7	61	-291
Oct	A -1 743	-377	-68	-35	-74	40	-28	-76	-124	-459	-38	-27	-1	-231	-92	160	-56	-257
Nov	A -468	228	-53	1	-76	-54	-10	-	20	-342	-20	-96	-6	-256	-85	-124	696	-291
Dic	A -4 314	531	-171	-174	-179	-288	-77	-222	-164	-1 289	-55	-102	-24	-201	-118	-68	-1 082	-631
15 Ene	A -649	-180	-40	8	15	1	-22	-59	-	-52	-34	71	51	-174	-34	41	-11	-230

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Datos acumulados enero fecha



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

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

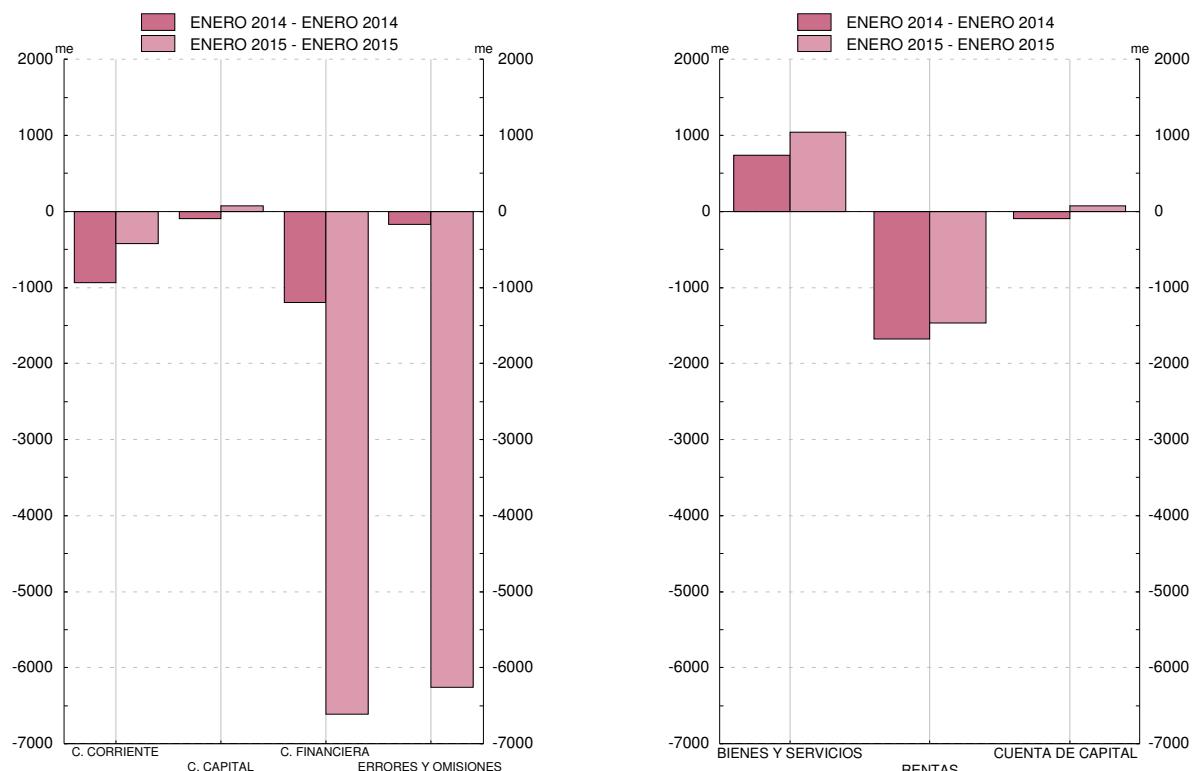
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

		Cuenta corriente (a)													
		Bienes y servicios					Rentas primaria y secundaria					Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta financiera (saldo)	Errores y omisiones
		Total (saldo)	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos	(a)	(a)	(b)		
		1=2+7	2=3-5	3	4	5	6	7=8-9	8	9	10	11=1+10	12	13=12-11	
12	P	-2 985	16 452	319 883	45 268	303 431	12 012	-19 436	61 302	80 738	5 244	2 260	149	-2 111	
13	P	15 081	35 731	331 075	47 110	295 344	12 360	-20 650	56 686	77 336	6 884	21 965	40 583	18 618	
14	P	8 491	27 238	340 179	49 067	312 941	13 665	-18 747	57 956	76 703	4 456	12 946	32 581	19 634	
14 E-E	P	-935	738	25 105	2 982	24 367	828	-1 673	4 658	6 331	-92	-1 026	-1 198	-171	
15 E-E	A	-426	1 043	25 180	3 060	24 136	937	-1 469	4 721	6 190	70	-355	-6 615	-6 259	
13 Oct	P	1 922	3 803	30 405	4 545	26 601	1 181	-1 881	3 722	5 603	358	2 280	-1 994	-4 274	
Nov	P	1 099	1 814	26 687	2 876	24 874	1 175	-714	5 902	6 617	196	1 295	7 767	6 472	
Dic	P	2 800	833	26 011	2 477	25 178	982	1 966	9 984	8 017	1 674	4 474	12 847	8 372	
14 Ene	P	-935	738	25 105	2 982	24 367	828	-1 673	4 658	6 331	-92	-1 026	-1 198	-171	
Feb	P	-2 148	1 358	25 191	2 527	23 833	863	-3 506	3 620	7 125	48	-2 099	-1 339	761	
Mar	P	-594	1 013	27 898	3 003	26 885	860	-1 607	4 403	6 010	1 535	941	4 118	3 177	
Abr	P	-720	1 286	26 422	3 163	25 136	913	-2 005	4 209	6 215	497	-223	2 760	2 983	
May	P	-322	2 745	28 389	4 057	25 644	773	-3 067	4 375	7 442	767	444	-2 435	-2 879	
Jun	P	1 151	3 184	30 114	4 872	26 930	1 325	-2 034	4 760	6 794	440	1 591	13 443	11 852	
Jul	P	1 650	4 409	31 593	6 096	27 184	1 505	-2 759	3 980	6 739	49	1 699	-329	-2 028	
Ago	P	1 865	3 607	26 710	6 652	23 103	1 549	-1 742	3 552	5 294	335	2 200	2 302	102	
Sep	P	1 217	2 740	31 588	5 513	28 848	1 489	-1 523	3 875	5 398	32	1 250	-1 828	-3 078	
Oct	P	1 113	2 988	31 657	4 736	28 669	1 255	-1 875	3 928	5 803	211	1 324	13 023	11 699	
Nov	P	2 419	2 209	27 700	2 951	25 492	1 222	211	6 195	5 984	262	2 681	10 918	8 236	
Dic	P	3 795	962	27 811	2 516	26 850	1 084	2 833	10 401	7 568	371	4 165	-6 855	-11 020	
15 Ene	A	-426	1 043	25 180	3 060	24 136	937	-1 469	4 721	6 190	70	-355	-6 615	-6 259	

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (6.^a edición, 2009).

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 activos mayor que la variación de pasivos) significa una salida neta de financiación, es decir, un préstamo neto al resto del mundo (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

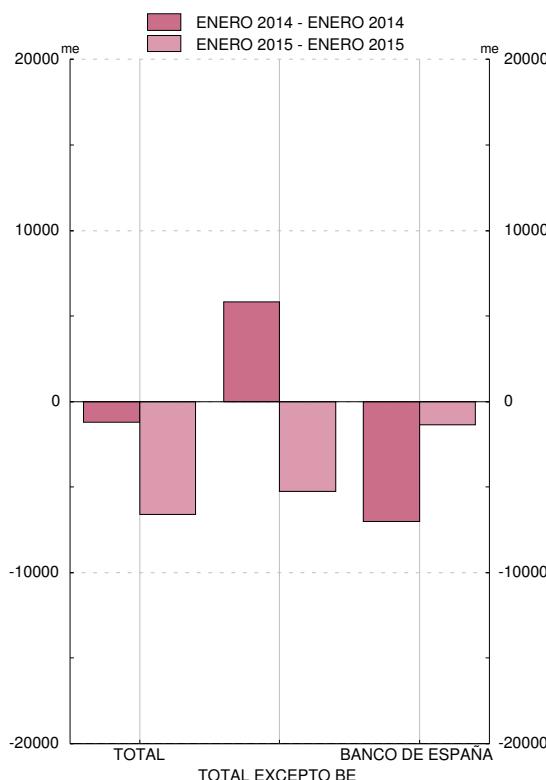
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.
DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

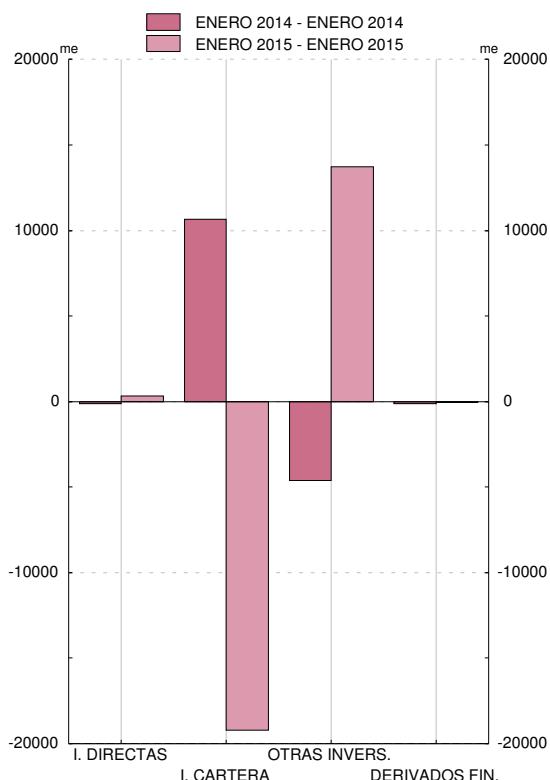
Millones de euros

Cuenta finan-ciera	Total	Total, excepto Banco de España										Banco de España					
		Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (a)			Deri-vados finan-cieros netos (VNA-VNP)	Total	Reser-vas	Posición neta BE fren-te al Euro-sistema (b)	Otros BE		
		Saldo (VNA-VNP)	VNA	VNP	Saldo (VNA-VNP)	VNA	VNP	Saldo (VNA-VNP)	VNA	VNP	(VNA-VNP)	14	15	16			
		1=2+13	2=3+6+	9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8 (c)	9=10-11	10	11	12	13=14+15+16		
12	P 149	173	665	-23 099	-3 908	19 191	55 403	3 758	-51 645	149 710	44 866	-104 844	-8 349	-173 516	2 211	-162 366	-13 361
13	P 40 583	-73 599	-11 979	19 453	31 432	-34 853	-6 283	28 571	-27 807	-55 854	-28 047	1 039	114 182	535	123 660	-10 012	
14	P 32 581	8 246	5 867	23 131	17 264	8 068	51 447	43 380	-7 319	383	7 702	1 630	24 335	3 891	23 819	-3 375	
14 E-E	P -1 198	5 813	-116	4 054	4 170	10 664	8 314	-2 350	-4 602	-3 189	1 412	-134	-7 011	37	-7 411	363	
15 E-E	A -6 615	-5 250	313	3 172	2 859	-19 216	8 336	27 552	13 707	3 706	-10 001	-54	-1 365	-109	-2 052	796	
13 Oct	P -1 994	-5 754	-7 178	-1 113	6 065	-372	-3 663	-3 292	1 959	-2 539	-4 498	-163	3 760	124	4 341	-705	
Nov	P 7 767	-14 875	1 717	3 487	1 770	-16 316	4 785	21 101	-574	-5 146	-4 572	298	22 642	-5	22 928	-282	
Dic	P 12 847	-14 056	1 411	1 888	477	-18 681	-631	18 049	2 017	1 474	-542	1 197	26 903	-20	27 571	-648	
14 Ene	P -1 198	5 813	-116	4 054	4 170	10 664	8 314	-2 350	-4 602	-3 189	1 412	-134	-7 011	37	-7 411	363	
Feb	P -1 339	9 570	4 300	5 195	895	7 158	4 732	-2 425	-1 735	-4 991	-3 256	-153	-10 909	-101	-11 002	194	
Mar	P 4 118	-875	-76	3 614	3 690	-1 862	6 614	8 477	575	5 965	5 390	489	4 993	26	5 049	-82	
Abr	P 2 760	7 212	-2 554	-216	2 338	13 086	8 305	-4 782	-3 269	2 646	5 915	-51	-4 451	103	-3 472	-1 082	
May	P -2 435	-7 454	-1 248	815	2 064	-14 919	-1 337	13 582	9 183	12 975	3 792	-469	5 019	-80	5 684	-585	
Jun	P 13 443	-1 290	4 158	6 581	2 424	-22 672	-1 320	21 352	16 821	8 074	8 747	405	14 733	96	15 367	-730	
Jul	P -329	7 322	-9 475	-1 474	8 001	23 043	3 985	-19 058	-6 402	-2 285	4 117	157	-7 652	45	-6 967	-730	
Ago	P 2 302	-376	-4 230	1 420	5 650	10 366	10 782	416	-6 540	-15 452	-8 912	27	2 679	-8	3 135	-449	
Sep	P -1 828	-3 195	6 025	2 081	-3 944	-1 077	2 841	3 918	-8 024	9 607	17 631	-119	1 367	40	1 648	-322	
Oct	P 13 023	4 403	2 077	3 073	997	20 556	8 143	-12 413	-19 051	-3 241	15 810	821	8 620	30	10 184	-1 594	
Nov	P 10 918	-1 358	3 877	4 168	291	-7 183	8 806	15 988	1 610	13 480	11 870	338	12 276	2 634	9 195	447	
Dic	P -6 855	-11 525	3 130	-6 182	-9 312	-29 092	-8 417	20 675	14 116	-23 207	-37 323	320	4 670	1 067	2 409	1 194	
15 Ene	A -6 615	-5 250	313	3 172	2 859	-19 216	8 336	27 552	13 707	3 706	-10 001	-54	-1 365	-109	-2 052	796	

CUENTA FINANCIERA
(VNA-VNP)



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



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (6.^a edición, 2014).

a. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales.

b. Un signo positivo (negativo) supone un aumento (disminución) de las reservas y/o de la posición neta del BE frente al Eurosistema y/o de otros activos/pasivos del BE.

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

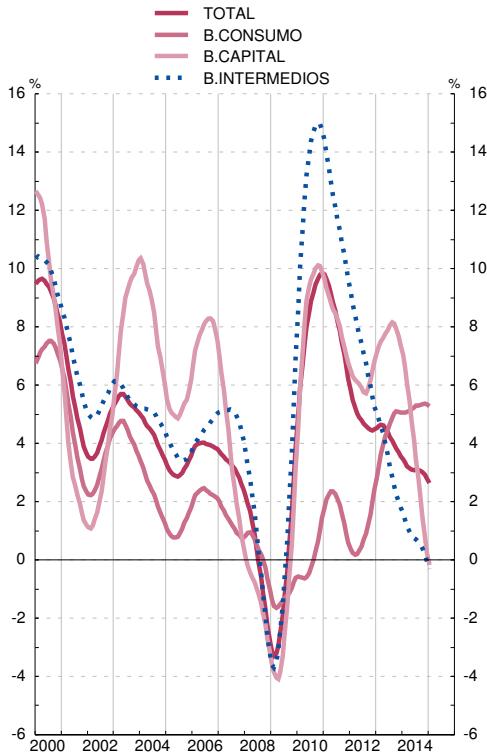
■ Serie representada gráficamente.

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 28		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
07	185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,6	7,1	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8	
08	189 228	2,3	0,7	2,4	-5,6	0,6	19,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2	
09	159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,3	-15,1	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5	
10	186 780	16,8	15,0	-3,4	22,4	28,6	15,4	29,6	14,3	13,6	15,2	15,5	9,6	35,7	34,1	27,0	
11	215 230	15,2	10,0	6,8	17,9	10,7	12,1	11,4	12,7	9,6	13,6	20,0	26,2	18,8	27,2	1,3	
12	226 115	5,1	3,0	-2,6	-8,2	7,9	27,0	6,0	0,5	-0,6	...	14,0	...	17,6	11,7	29,9	
13	235 814	4,3	4,5	5,8	15,8	2,2	0,1	2,4	3,1	2,4	...	-2,9	...	20,5	4,2	-1,7	
14	P 240 035	2,5	3,5	5,6	9,3	1,4	9,1	...	4,0	4,0	4,4	23,4	-4,5	-6,9	4,9	46,4	
13 Dic	P	18 313	2,9	5,5	4,4	9,5	5,2	-24,3	7,9	1,9	5,0	4,1	-2,3	-2,0	10,0	-17,6	-15,1
14 Ene	P	18 434	3,1	5,4	2,5	19,8	5,1	12,3	4,6	5,2	5,6	5,8	8,1	-38,3	0,1	27,5	41,1
Feb	P	19 325	4,9	5,2	7,0	17,0	2,5	2,2	2,5	7,0	5,6	7,9	32,4	-18,3	15,1	1,7	3,9
Mar	P	20 633	1,7	-1,1	5,8	12,9	-6,7	-5,6	-6,8	11,3	11,4	9,8	8,7	-24,7	-4,6	-14,7	37,5
Abr	P	19 645	-3,7	-2,1	-1,8	-16,2	0,3	-10,7	1,1	-3,1	-2,9	-3,7	-3,4	35,3	-16,7	-14,3	43,9
May	P	20 626	-1,3	-2,5	3,9	10,3	-7,8	-25,5	-6,2	-0,5	0,9	-0,1	15,3	-1,9	-13,9	-1,8	44,4
Jun	P	20 601	-1,2	1,5	3,1	1,8	0,6	3,7	0,4	-2,9	-1,1	-1,1	18,3	-16,8	-19,6	16,3	30,6
Jul	P	21 585	8,7	10,6	16,0	33,0	4,4	21,8	3,2	16,8	16,1	14,0	28,3	-23,9	-15,5	-0,3	63,2
Ago	P	16 342	-5,1	-1,0	-1,8	-11,8	0,9	19,1	-0,7	-3,8	-3,9	-2,3	17,2	-20,3	-27,2	-17,3	57,5
Sep	P	21 199	9,6	8,1	9,2	39,0	3,2	38,7	0,8	9,6	8,9	11,8	28,9	17,8	-7,7	41,4	56,4
Oct	P	22 347	4,1	6,6	3,9	16,4	6,7	7,9	6,6	2,4	3,1	4,0	37,8	6,9	-8,4	-5,4	117,7
Nov	P	19 944	3,2	4,5	7,8	-6,1	4,3	-5,7	5,1	0,8	0,2	2,8	53,5	15,3	7,0	9,9	21,6
Dic	P	19 353	5,7	7,2	11,0	2,4	5,7	50,4	2,8	4,9	4,1	3,6	36,3	15,3	11,0	16,3	34,2
15 Ene	P	17 895	-2,9	-3,0	8,4	-19,6	-7,4	-15,7	-6,8	0,2	-1,4	-0,2	13,1	-6,4	-5,8	-24,5	-28,2

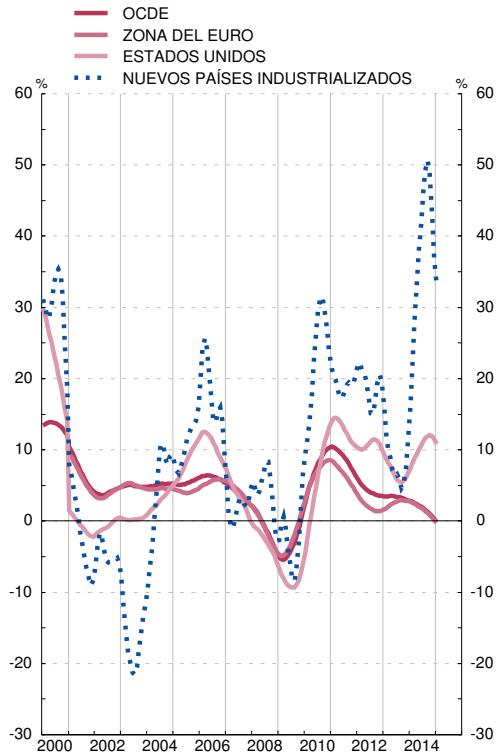
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

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

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

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

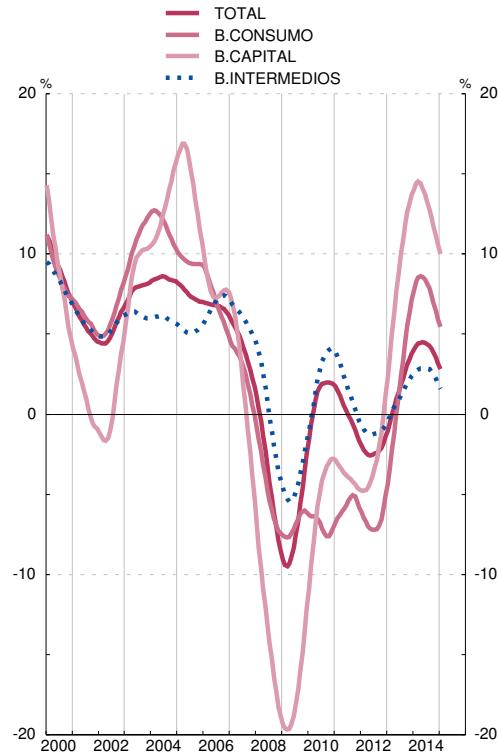
■ Serie representada gráficamente.

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 28		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
07	285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,7	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7	
08	283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,5	-7,3	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1	
09	206 116	-27,3	-17,5	-12,1	-31,4	-17,5	-9,9	-20,0	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6	
10	240 056	16,5	11,3	-4,1	9,0	19,0	3,3	24,5	9,8	7,9	10,5	14,2	36,0	44,8	30,8	7,1	
11	263 141	9,6	1,1	-3,0	-4,6	3,2	1,8	3,6	5,9	6,3	6,6	12,6	20,1	21,0	-1,1	-2,8	
12	257 946	-2,0	-6,3	-8,2	-7,9	-5,5	0,2	-7,0	-5,8	-5,8	...	-9,1	...	9,1	-4,8	-12,4	
13	252 347	-2,2	2,2	0,8	13,1	1,7	0,8	1,8	-0,3	-0,6	...	4,7	...	-15,7	-2,2	0,7	
14	P 264 507	5,8	8,3	12,1	18,7	6,1	4,3	6,9	9,5	9,2	8,0	2,5	-2,3	-3,7	13,7	3,6	
13 Dic	P	20 143	5,6	9,3	11,5	15,7	8,1	-4,4	12,4	9,7	9,3	6,6	20,9	-9,5	23,7	16,4	23,4
14 Ene	P	21 253	-0,6	6,5	17,2	11,7	3,2	-4,5	5,7	8,1	6,9	9,5	16,9	-21,9	-27,7	5,2	9,3
Feb	P	20 948	6,9	10,6	19,9	28,3	6,4	8,1	5,9	8,1	7,1	20,4	-7,8	6,2	13,7	33,5	
Mar	P	22 686	15,4	21,4	26,0	59,2	17,0	26,2	14,2	22,3	23,4	19,1	9,7	1,6	-14,4	9,5	1,2
Abr	P	21 800	-1,1	-1,4	8,1	11,9	-5,2	-12,5	-2,9	7,4	7,0	2,0	-23,9	-16,2	13,6	6,4	-24,4
May	P	22 383	7,0	6,2	13,7	25,5	2,4	-4,2	4,4	8,3	8,8	7,2	-10,3	1,1	-2,6	12,9	-9,1
Jun	P	22 078	5,4	7,7	11,6	15,4	5,6	-0,3	7,3	7,4	8,3	4,4	13,7	-9,3	6,6	21,7	-1,1
Jul	P	23 411	13,4	14,9	20,2	30,9	11,9	1,4	15,2	22,2	20,4	20,0	7,3	-0,4	-14,7	15,1	16,0
Ago	P	19 114	0,5	2,2	2,9	-1,0	2,1	4,3	1,3	-2,2	0,5	-2,3	4,6	1,6	-6,0	10,0	-7,6
Sep	P	23 573	7,5	11,5	13,9	25,8	9,3	5,8	10,3	8,9	7,6	10,6	22,7	-3,4	5,8	20,3	11,5
Oct	P	24 587	7,7	9,9	5,0	10,6	11,5	15,5	10,3	10,1	8,3	6,7	-15,9	22,2	4,7	16,0	20,2
Nov	P	21 500	2,0	4,3	4,7	2,2	4,4	0,3	5,6	4,4	2,6	3,0	-13,1	-6,4	-5,6	15,2	3,2
Dic	P	21 174	5,1	7,0	6,3	16,3	6,2	10,5	4,9	8,2	7,9	8,0	-20,8	10,3	-8,5	18,7	-7,1
15 Ene	P	20 491	-3,6	-0,8	-1,3	23,2	-2,6	-15,7	1,3	3,8	2,6	-1,1	-10,4	-27,1	-12,0	12,7	2,0

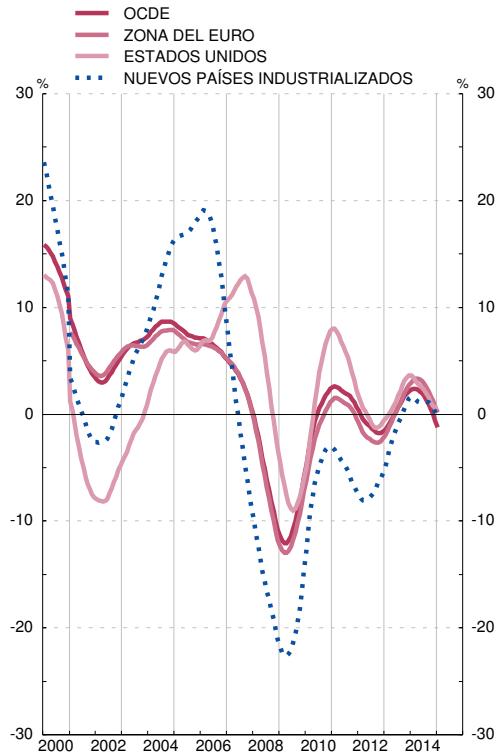
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

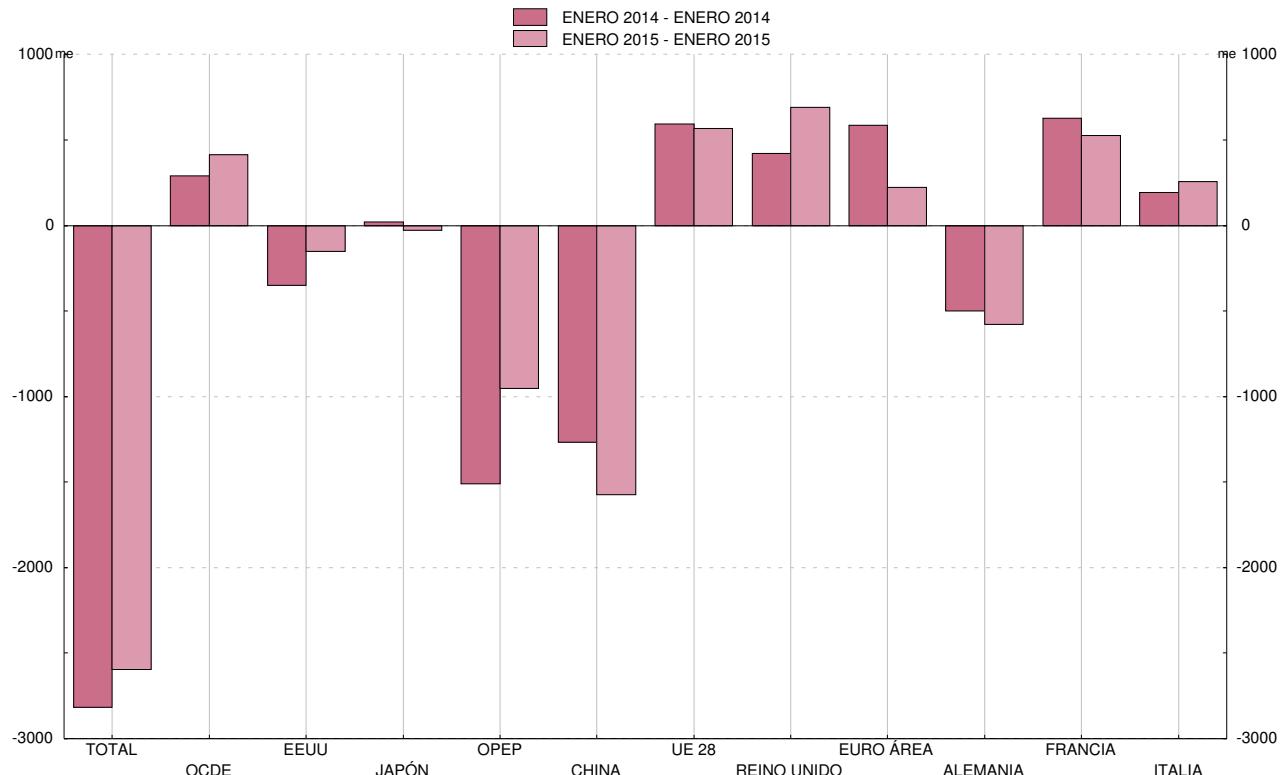
Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

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

**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

Millions of euros																		
	Unión Europea (UE 28)		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados										
	Total mundial	Total	Resto de la la UE 28				Del cual:											
	Total	Total	Zona del Euro				Del cual:			Total	EEUU	Japón						
			Alemania	Francia	Italia		Reino Unido											
1	2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15				
08	-94 160	-26 033	-26 162	-19 612	3 019	-6 608	129	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296			
09	-46 227	-8 922	-6 540	-9 980	6 787	-1 847	-2 382	187	-15 709	2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532			
10	-53 276	-4 816	-1 886	-8 598	7 904	-477	-2 929	597	-11 261	-3 058	-2 054	-16 216	-4 267	-16 253	-1 252			
11	-47 910	3 559	1 387	-8 984	8 590	219	2 172	2 955	-1 751	-2 956	-1 389	-19 066	-5 312	-15 317	-1 116			
12	-31 831	12 203	7 306	-4 118	9 222	656	4 897	3 778	...	-858	-859	...	-5 124	-14 023	83			
13	-16 533	17 058	10 573	-4 360	10 639	1 563	6 485	6 134	-1 575	-183	...	...	-979	-13 470	6	
14	P	-24 472	11 223	6 338	-7 085	8 642	1 704	5 054	5 454	10 299	332	-21	-17 278	-1 481	-15 686	1 395		
13 Dic	P	-1 830	548	269	-528	703	-51	308	414	844	-269	-75	-1 208	-90	-1 261	34		
14 Ene	P	-2 818	1 168	586	-501	628	191	593	422	289	-351	20	-1 511	-121	-1 265	20		
Feb	P	-1 622	1 493	809	-474	788	125	700	815	1 311	-93	6	-1 405	129	-1 212	38		
Mar	P	-2 054	852	383	-480	756	115	479	548	961	99	-25	-1 539	-12	-1 060	58		
Abr	P	-2 155	387	75	-576	330	-1	334	380	576	58	-19	-1 053	-274	-1 028	131		
May	P	-1 756	1 230	673	-529	784	110	570	607	1 211	30	-43	-1 625	-80	-1 187	87		
Jun	P	-1 477	967	370	-645	795	30	614	674	1 099	9	44	-1 365	-96	-1 204	54		
Jul	P	-1 827	1 307	1 031	-423	1 150	189	291	397	1 050	90	18	-1 608	-8	-1 473	180		
Ago	P	-2 772	1 157	582	-409	629	141	581	527	1 186	26	39	-1 880	-358	-1 366	151		
Sep	P	-2 374	1 049	822	-716	877	288	246	301	792	-18	-0	-1 343	-503	-1 595	108		
Oct	P	-2 240	698	433	-906	652	302	281	374	815	154	36	-1 623	-142	-1 551	281		
Nov	P	-1 555	687	619	-660	705	229	79	128	709	136	-40	-1 039	-103	-1 241	125		
Dic	P	-1 822	227	-44	-766	548	-15	284	281	301	193	-58	-1 288	87	-1 504	162		
15 Ene	P	-2 596	783	223	-580	527	257	566	692	415	-150	-26	-951	-64	-1 572	-74		

SALDO COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: MHAP.

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

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

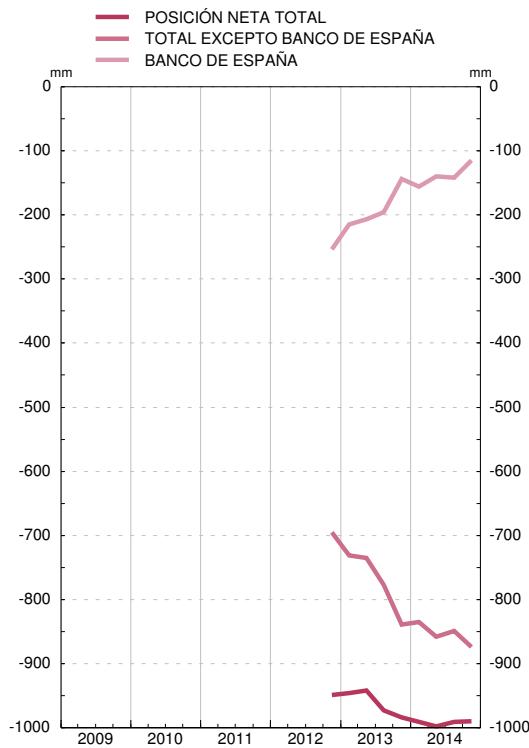
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

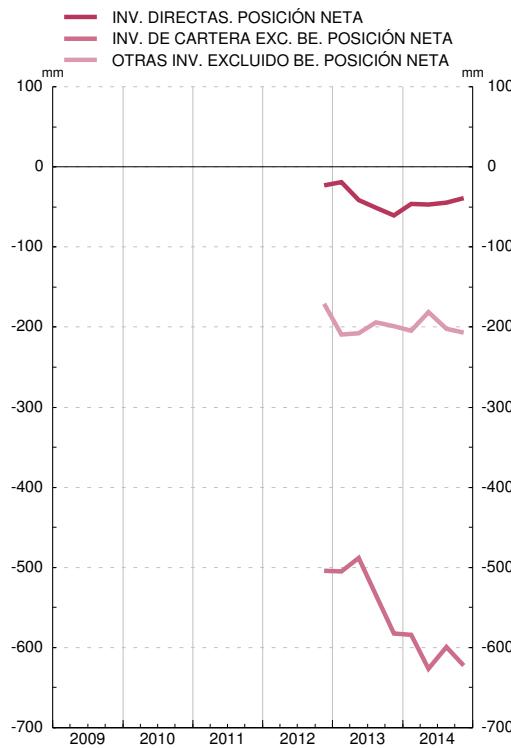
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España												Banco de España			
	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Posición neta frente al Euro-sistema	Otros (a)	
		Activos	Pasivos	Posición neta (activos-pasivos)	Activos	Pasivos	Posición neta (activos-pasivos)	Activos	Pasivos	Posición neta (activos-pasivos)						
1=2+13	2=3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=14 a 16	14	15	16	
06	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
07	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
08	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
09	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
10	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
11 /V	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 /	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
II	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
III	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
IV	-949	-696	-23	521	543	-504	287	791	-171	388	558	2	-254	38	-333	
13 /	-946	-732	-19	539	559	-505	301	806	-209	386	595	2	-214	40	-292	
II	-942	-735	-42	522	564	-488	297	786	-208	379	586	2	-207	35	-278	
III	-973	-777	-51	518	569	-535	301	836	-194	348	542	2	-196	35	-264	
IV	-984	-839	-60	522	582	-583	310	893	-199	348	547	3	-144	34	-209	
14 /	-991	-835	-46	537	583	-584	338	922	-205	345	550	-1	-156	34	-222	
II	-998	-858	-47	543	590	-626	353	980	-181	369	551	-3	-140	35	-204	
III	-991	-849	-44	558	603	-599	375	973	-202	366	568	-4	-142	37	-207	
IV	-990	-874	-39	555	595	-622	384	1 006	-207	354	561	-6	-115	41	-185	

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Se han publicado inicialmente datos de Posición de Inversión Internacional desde el cuarto trimestre de 2012.

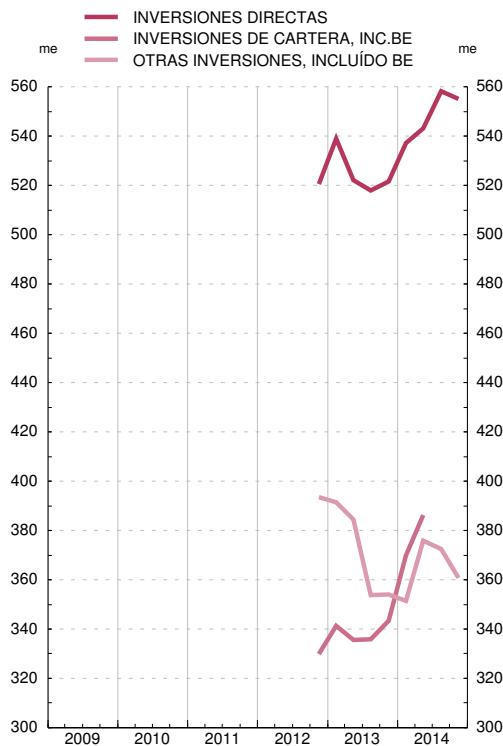
Véase la nota a. al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico

**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**

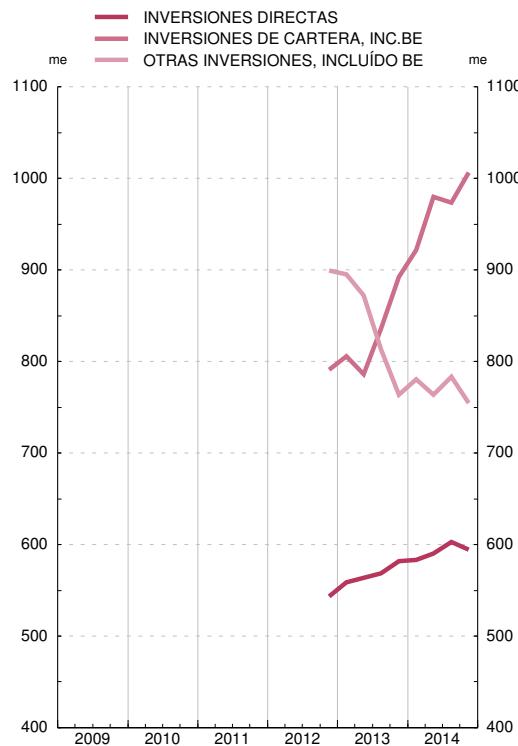
■ Serie representada gráficamente.

	Inversiones directas								Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	Activos		Pasivos		Activos		Pasivos		Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		
	Participaciones de capital	Instrumentos de deuda	Participaciones de capital	Instrumentos de deuda	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Títulos de deuda	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Títulos de deuda								
	1	2	1	2	5	6	7	8	9	10	11	12				
06	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
07	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
08	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
09	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
10	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
11 /V	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 /	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
II	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
III	443	78	345	199	101	229	179	612	393	899	149	146				
IV	459	80	355	203	115	227	182	623	392	895	139	137				
13 I	444	79	361	203	119	216	180	606	384	872	121	118				
II	440	78	367	202	126	210	216	619	354	814	117	115				
III	442	80	376	206	137	206	238	655	354	764	98	96				
IV	450	88	377	207	147	225	251	671	351	780	96	96				
14 I	453	90	380	210	156	229	276	704	376	764	101	104				
II	471	87	384	218	167	238	277	697	372	783	110	114				
III	468	87	388	207	181	234	273	734	361	755	110	116				

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Se han publicado inicialmente datos de Posición de Inversión Internacional desde el cuarto trimestre de 2012.

a. Véase nota a. al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico

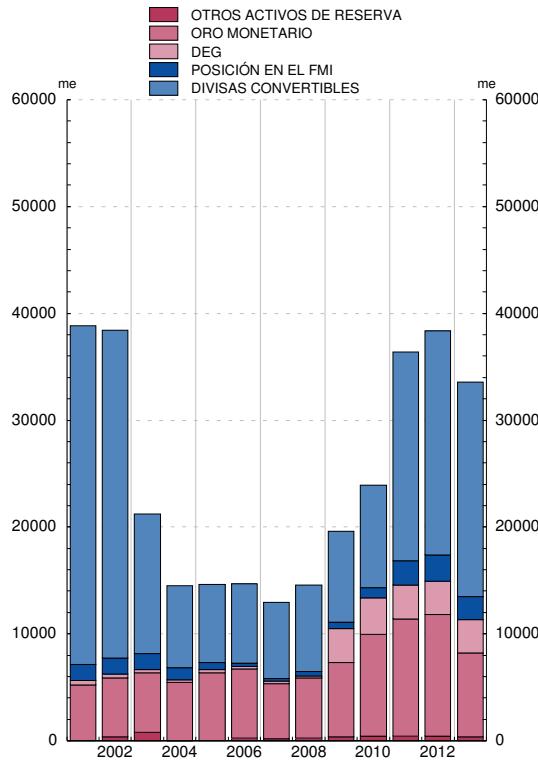
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

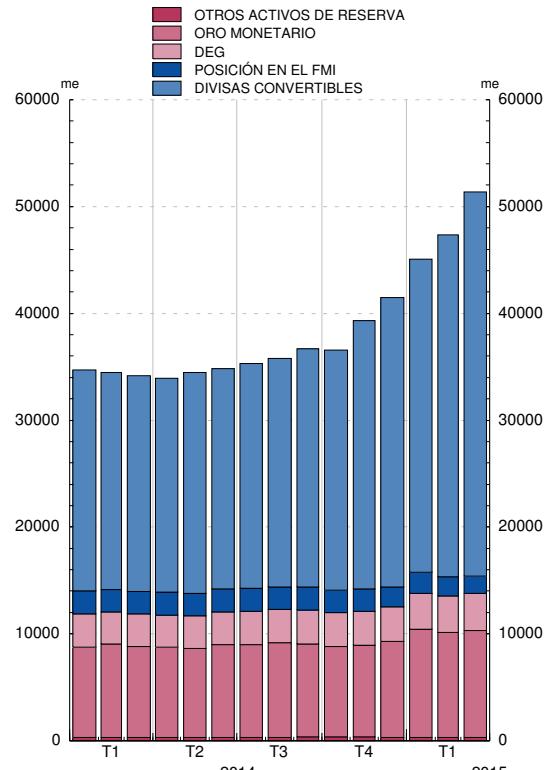
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Otros activos de reserva	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
09	19 578	8 518	541	3 222	6 938	358	9,1
10	23 905	9 564	995	3 396	9 555	395	9,1
11	36 402	19 578	2 251	3 163	11 017	394	9,1
12	38 347	20 984	2 412	3 132	11 418	401	9,1
13	33 587	20 093	2 152	3 122	7 888	332	9,1
13 Oct	35 060	20 511	2 278	3 136	8 801	334	9,1
Nov	34 544	20 480	2 238	3 143	8 339	344	9,1
Dic	33 587	20 093	2 152	3 122	7 888	332	9,1
14 Ene	34 733	20 701	2 139	3 171	8 399	323	9,1
Feb	34 442	20 307	2 093	3 020	8 706	315	9,1
Mar	34 196	20 258	2 097	3 029	8 497	316	9,1
Abr	33 957	20 046	2 157	3 024	8 418	311	9,1
May	34 463	20 701	2 078	3 062	8 314	309	9,1
Jun	34 834	20 645	2 115	3 071	8 704	299	9,1
Jul	35 282	21 036	2 138	3 106	8 693	309	9,1
Ago	35 768	21 391	2 106	3 128	8 832	311	9,1
Sep	36 684	22 322	2 125	3 200	8 706	330	9,1
Oct	36 592	22 497	2 130	3 176	8 432	358	9,1
Nov	39 328	25 109	2 117	3 161	8 587	354	9,1
Dic	41 469	27 076	1 888	3 233	8 943	328	9,1
15 Ene	45 050	29 282	1 975	3 377	10 089	327	9,1
Feb	47 377	32 049	1 782	3 393	9 828	325	9,1
Mar	51 349	35 938	1 614	3 486	9 987	325	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. 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', 2013, (<https://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf>)

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												Millions de euros			
Total deuda externa	Total	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias							
		Corto plazo		Largo plazo		Total	Corto plazo		Largo plazo						
		Títulos de deuda c/p	Préstamos Créd. com y otros pasivos (b)	Títulos de deuda l/p	Préstamos Créd. com y otros pasivos		Títulos de deuda c/p	Depósitos	Préstamos Créd. com y otros pasivos	Títulos de deuda l/p	Depósitos				
1	2	3	(a)	4	(b)	5	(a)	6	7	8	9	10	11	12	
10 /V	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
11 /	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
II	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
III	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
IV	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 /	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
II	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
III	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
IV	1 709 534	341 651	14 010	77	225 299	102 266	490 352	1 800	211 194	2 725	154 845	119 788			
13 /	1 721 346	358 134	12 025	108	240 996	105 005	532 003	1 506	248 824	1 960	163 103	116 612			
II	1 680 020	357 788	12 780	248	237 032	107 727	515 384	1 410	248 180	2 684	156 230	106 880			
III	1 633 911	385 095	14 978	1 138	260 071	108 908	460 835	1 444	226 220	2 522	148 111	82 538			
IV	1 623 119	425 197	26 818	332	287 927	110 120	449 545	1 651	215 446	2 239	146 999	83 210			
14 /	1 656 888	431 599	28 972	18	301 521	101 088	455 931	1 938	218 904	2 599	150 537	81 953			
II	1 676 790	462 761	46 340	453	313 896	102 072	456 777	2 303	218 564	4 037	150 109	81 764			
III	1 697 778	458 309	47 958	1 651	307 623	101 078	470 125	2 780	235 772	3 391	148 022	80 160			
IV	1 694 611	495 466	57 224	809	335 374	102 059	467 412	3 621	246 487	2 726	148 311	66 267			

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												Millions de euros			
Total	Banco de España			Otros sectores residentes						Inversión Directa					
	(a)	Corto plazo	Largo plazo	Total	Corto plazo		Largo plazo		Total	Pasivos con:					
		Depósitos	Derechos especiales de giro (asignados)		17	Títulos de deuda c/p	Préstamos Créd. com y otros pasivos	Títulos de deuda l/p	Préstamos Créd. com y otros pasivos	Inversores directos	Empresas de inversión directa	Empresas del grupo			
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24				
10 /V	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
11 /	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
II	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
III	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
IV	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 /	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
II	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
III	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
IV	340 640	337 344	3 296	338 053	6 064	27 371	210 142	94 476	198 837	47 066	39 326	112 445			
13 /	300 492	297 184	3 308	327 307	6 680	30 067	199 047	91 511	203 410	47 079	40 540	115 790			
II	286 044	282 791	3 253	317 750	6 935	29 924	191 544	89 347	203 054	46 413	41 757	114 885			
III	271 919	268 706	3 213	314 064	6 848	29 313	187 933	89 969	201 999	45 470	45 723	110 806			
IV	216 992	213 830	3 162	325 669	3 437	32 613	187 811	101 809	205 716	45 457	44 480	115 778			
14 /	230 438	227 269	3 169	332 278	4 552	33 685	183 379	110 661	206 642	43 817	48 445	114 380			
II	213 045	209 844	3 201	334 134	4 736	33 227	186 329	109 841	210 073	43 657	49 933	116 484			
III	215 436	212 105	3 331	335 526	5 037	35 437	185 307	109 744	218 383	44 078	52 952	121 352			
IV	193 758	190 386	3 372	330 955	5 333	35 137	183 726	106 759	207 020	44 809	46 884	115 327			

FUENTE: BE.

- a. Véase la nota b al cuadro 17.09 del Boletín Estadístico.
- b. Véase la nota b al cuadro 17.11 del Boletín Estadístico.
- c. Véase la nota a al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos							
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)			
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13		
13 Oct	699 324	92 349	659 268	-	-	73	52 366	445 952	919 207	79 932	550 975	2 213	253 372	
Nov	675 260	89 540	635 372	-	-	98	49 749	447 792	922 410	70 480	550 711	-5 612	227 468	
Dic	665 849	114 636	603 234	-	-	268	52 290	426 416	943 271	66 754	549 143	34 466	239 433	
14 Ene	649 566	122 069	579 586	-	-	252	52 341	417 009	938 118	75 739	509 423	87 425	232 556	
Feb	634 781	95 993	573 273	-	-	333	34 818	426 501	930 579	81 875	510 096	75 857	208 280	
Mar	619 809	97 899	550 816	-	-	666	29 572	420 296	936 399	74 847	512 208	78 743	199 513	
Abr	609 276	115 461	521 294	-	-	257	27 736	420 512	945 539	76 475	535 966	65 537	188 764	
May	628 409	145 647	510 952	-	-	127	28 317	439 931	948 316	112 573	536 656	84 302	188 478	
Jun	581 427	129 914	477 857	-	-	199	26 542	371 611	955 928	108 495	537 158	155 654	209 816	
Jul	507 639	101 169	429 621	-	-	269	23 420	297 259	964 376	103 583	547 497	223 204	210 380	
Ago	483 061	114 947	393 227	-	-	119	25 232	267 252	971 781	67 203	547 655	224 077	215 809	
Sep	470 099	106 955	387 138	-	-	196	24 191	276 727	970 593	75 832	548 834	220 863	193 371	
Oct	480 000	91 221	417 154	-	-	257	28 631	288 777	972 659	79 858	561 915	201 824	191 223	
Nov	474 620	103 760	399 875	-	-	144	29 159	290 858	976 005	72 851	562 897	195 100	183 762	
Dic	506 285	110 831	429 556	-	-	138	34 241	279 468	999 398	64 557	566 006	218 481	226 817	
15 Ene	527 989	128 640	456 509	-	-	740	57 899	297 251 1 005 172	69 948	585 434	192 434	230 738		
Feb	481 684	135 790	387 228	-	-	446	41 780	251 321 1 004 298	61 435	588 807	225 606	230 364		
Mar	436 119	140 623	344 586	-	-	209	49 298	198 667 1 010 181	64 599	594 510	281 602	237 452		

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito		
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos						
	Oper. principales de finan-	Oper. de finan-	Oper. de ajus-	Oper.	Facili-	Facili-	Target	Resto	Total	Billetes	Depósi-	Oro y acti-	Resto		
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	
13 Oct	234 812	15 611	221 779	-52	-	2 527	269 027	-5 861	-42 264	56 008	8 920	34 166	73 026	13 910	
Nov	220 512	14 096	209 769	-	-	3 353	253 580	-5 861	-39 316	54 813	10 176	34 296	70 009	12 108	
Dic	201 865	19 833	186 927	-	-	4 895	238 791	-5 861	-44 945	56 223	3 386	34 327	70 227	13 879	
14 Ene	188 796	15 414	178 006	-	-	4 623	228 664	-6 265	-46 237	54 791	3 187	32 533	71 683	12 634	
Feb	188 792	14 494	176 094	-	-	1 796	229 277	-6 316	-45 635	52 868	4 453	32 507	70 448	11 466	
Mar	183 454	19 332	165 571	-	-	75	1 525	228 005	-6 436	-49 760	52 424	2 445	32 464	72 164	11 644
Abr	182 373	23 303	161 030	-	-	0	1 960	226 925	-6 436	-50 033	52 526	1 821	33 133	71 246	11 916
May	185 514	26 898	160 973	-	-	0	2 358	228 297	-6 436	-47 899	51 124	2 002	33 146	67 879	11 552
Jun	173 088	24 701	149 752	-	-	0	1 365	215 101	-6 436	-47 723	50 677	2 645	33 248	67 796	12 145
Jul	160 694	26 520	134 179	-	-	5	202 469	-6 436	-48 094	50 836	334	33 694	65 570	12 755	
Ago	162 546	37 585	124 993	-	-	33	206 055	-6 436	-48 406	49 686	1 111	33 712	65 492	11 333	
Sep	154 798	31 401	123 448	-	-	51	199 974	-6 436	-51 141	47 537	185	33 755	65 109	12 401	
Oct	154 788	27 338	127 455	-	-	0	5 200 926	-6 436	-51 132	45 925	532	35 571	62 018	11 430	
Nov	150 994	27 417	123 583	-	-	6	191 981	-6 436	-45 785	44 835	5 786	36 553	59 853	11 235	
Dic	141 338	21 115	120 508	-	-	0	285 190 903	-6 436	-56 469	46 567	733	39 500	64 270	13 341	
15 Ene	141 490	26 984	114 942	-	-	436	195 486	-6 436	-57 889	45 667	2 093	40 694	64 955	10 329	
Feb	132 010	48 280	83 792	-	-	63	187 936	-6 436	-62 925	43 930	126	41 649	65 332	13 434	
Mar	123 819	53 920	69 985	-	-	12	97	187 900	-6 436	-69 351	43 900	690	44 985	68 957	11 706

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 (b)				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (c)			Otros depó- sitos (d)	Cesiones temp. + valores de enti- tades de cré- dito	Depó- sitos en sucu- rals en exte- rior			Renta fija en euros (e)	Resto	AL (f)	Contri- bución de IFM resid. a M3
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
12	506 551	-0,7	-3,1	-0,1	580 209	0,8	-0,2	7,8	12,3	134 897	-3,0	-10,0	0,5	-0,2	0,3
13	537 676	6,1	-5,8	8,8	546 763	-5,8	0,7	-48,3	-32,1	168 370	24,8	38,7	20,2	1,0	-3,6
14	A 576 976	7,3	-8,0	10,3	487 795	-10,8	-11,0	-9,6	22,7	209 142	24,2	25,0	23,9	-0,7	4,3
13 Nov	531 472	6,7	-6,0	9,6	550 549	-3,5	4,4	-52,6	-33,2	164 781	23,0	36,5	18,5	2,3	-2,0
Dic	537 676	6,1	-5,8	8,8	546 763	-5,8	0,7	-48,3	-32,1	168 370	24,8	38,7	20,2	1,0	-3,6
14 Ene	535 132	8,2	-5,5	11,2	542 089	-6,9	0,0	-55,7	-26,0	172 038	25,6	41,5	20,3	1,3	-3,1
Feb	525 508	5,3	-5,5	7,7	538 212	-7,0	-0,7	-56,0	-28,8	176 025	26,8	42,8	21,6	0,1	-3,4
Mar	P 538 509	5,3	-7,1	7,9	532 634	-6,7	-1,0	-56,6	-22,8	180 821	27,3	38,7	23,5	0,2	-3,6
Abr	P 533 536	5,3	-7,8	8,2	526 828	-6,7	-1,8	-51,6	-32,4	183 840	27,1	37,7	23,4	0,3	-2,7
May	P 549 666	7,0	-8,2	10,3	523 632	-6,8	-3,1	-44,3	-29,9	188 532	29,0	37,2	26,2	1,1	-1,7
Jun	P 566 028	6,3	-8,4	9,4	519 301	-6,0	-3,7	-32,1	-11,8	193 916	31,7	33,0	31,3	1,2	-0,4
Jul	P 559 515	7,8	-8,3	11,2	511 924	-8,0	-5,7	-35,1	-19,8	197 142	30,1	31,5	29,6	0,8	1,6
Ago	P 564 024	7,9	-8,5	11,3	505 219	-9,7	-7,3	-39,1	-22,6	199 822	31,0	31,8	30,7	-0,0	0,8
Sep	P 562 288	7,9	-9,0	11,3	500 383	-10,1	-7,7	-39,8	-20,7	203 257	29,2	30,7	28,7	-0,2	1,6
Oct	P 554 662	6,7	-8,8	9,8	493 988	-10,8	-9,2	-32,5	-10,9	204 798	26,8	29,3	25,8	-1,1	1,9
Nov	P 570 714	7,4	-8,6	10,5	485 617	-11,8	-10,7	-28,8	4,9	209 170	26,9	27,9	26,6	-1,2	2,8
Dic	A 576 976	7,3	-8,0	10,3	487 795	-10,8	-11,0	-9,6	22,7	209 142	24,2	25,0	23,9	-0,7	4,3
15 Ene	A 575 558	7,6	-7,8	10,5	474 706	-12,4	-12,5	-12,8	15,3	214 080	24,4	22,4	25,2	-1,4	2,3
Feb	A 582 138	10,8	-7,6	14,3	466 270	-13,4	-13,9	-5,7	15,9	221 249	25,7	20,5	27,7	-0,5	3,7

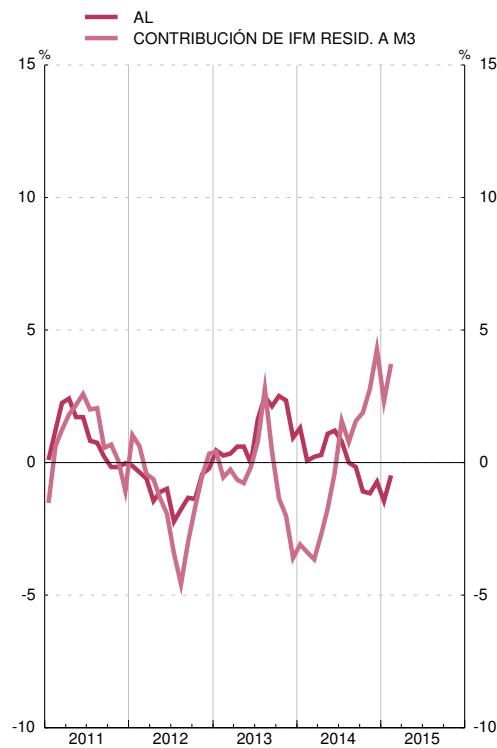
SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH

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. Incluye sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

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

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

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

f. 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 (c)		
	Saldos	Tasa interanual	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual	
					Otros depósitos (d)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (e)	Resto de fondos y sociedades de inversión
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
12	109 970	-1,1	119 399	-2,1	-7,1	9,9	17 121	-5,4	-4,9	-5,5
13	118 790	8,0	117 489	-1,6	3,7	-12,2	23 822	39,1	71,1	32,1
14	A 130 585	9,9	96 630	-17,8	-20,9	-10,3	31 313	31,4	40,1	29,0
13 Nov	118 405	13,7	117 163	1,2	12,8	-20,9	22 519	25,6	56,1	19,0
Dic	118 790	8,0	117 489	-1,6	3,7	-12,2	23 822	39,1	71,1	32,1
14 Ene	120 788	15,4	113 594	-5,6	5,4	-27,9	24 209	39,5	71,3	32,3
Feb	114 341	6,4	109 841	-8,5	1,2	-29,6	24 629	40,1	69,6	33,4
Mar	P 126 069	12,3	107 675	-9,1	0,5	-31,3	26 253	41,3	67,2	35,3
Abr	P 120 418	10,1	106 546	-8,8	-0,2	-28,7	26 537	40,9	64,2	35,4
May	P 129 172	14,3	106 670	-9,0	-3,1	-23,4	27 027	42,3	61,2	37,7
Jun	P 135 005	16,9	103 895	-9,8	-4,4	-23,0	28 380	45,8	50,2	44,6
Jul	P 128 690	19,2	101 132	-13,1	-7,9	-26,1	28 761	44,3	47,2	43,5
Ago	P 133 339	18,1	99 519	-16,5	-11,0	-30,1	29 088	44,8	46,3	44,4
Sep	P 133 890	18,0	98 323	-17,5	-13,1	-29,1	30 199	38,8	42,9	37,7
Oct	P 127 428	11,6	94 620	-20,3	-16,2	-31,3	30 523	37,5	44,5	35,6
Nov	P 135 369	14,3	90 951	-22,4	-20,0	-28,7	31 182	38,5	46,1	36,3
Dic	A 130 585	9,9	96 630	-17,8	-20,9	-10,3	31 313	31,4	40,1	29,0
15 Ene	A 128 814	6,6	87 926	-22,6	-24,4	-17,3	31 867	31,6	37,1	30,0
Feb	A 132 996	16,3	86 563	-21,2	-23,8	-13,0	32 681	32,7	35,0	32,0

SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual

MEDIOS DE PAGO
OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO
PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN



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. Incluye sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

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

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

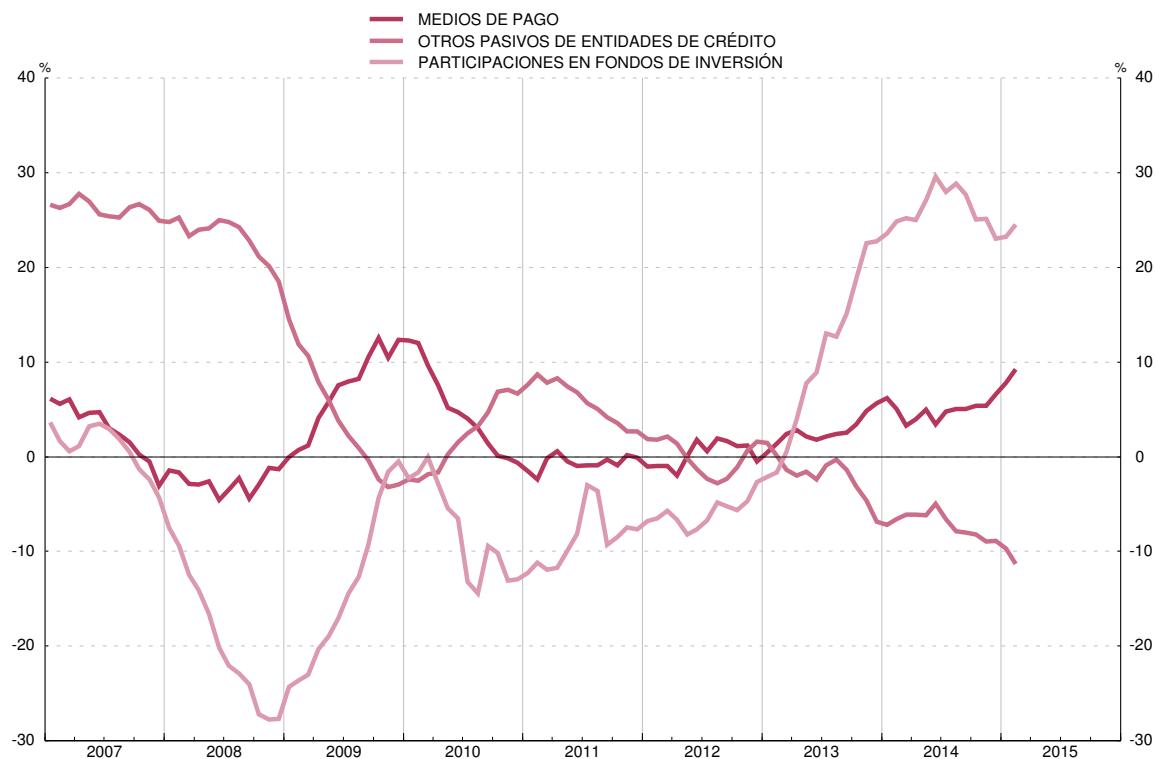
**8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN
DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago					Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión (b)				
	Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual			Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual			Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		
			Efectivo	Depósitos a la vista (c)	Otros depósitos (d)			Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.	Renta fija en euros (e)	Resto de fondos y sociedades de inversión			Renta fija en euros (e)	Resto de fondos y sociedades de inversión	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
12	396 582	-0,5	-2,2	-0,0	460 810	1,6	1,2	6,0	117 776	-2,7	-10,5	0,4			
13	418 886	5,6	-5,5	8,8	429 274	-6,8	0,2	-84,2	144 547	22,7	35,4	18,3			
14	A 446 391	6,6	-7,6	10,1	391 165	-8,9	-9,1	7,0	177 829	23,0	23,1	23,0			
13 Nov	413 066	4,8	-5,6	7,9	433 386	-4,6	2,8	-82,2	142 262	22,6	34,4	18,4			
Dic	418 886	5,6	-5,5	8,8	429 274	-6,8	0,2	-84,2	144 547	22,7	35,4	18,3			
14 Ene	414 344	6,2	-5,2	9,5	428 494	-7,2	-1,0	-85,4	147 830	23,6	38,4	18,4			
Feb	411 167	5,1	-5,1	7,9	428 371	-6,6	-1,0	-86,6	151 396	24,9	39,9	19,7			
Mar	P 412 441	3,3	-6,7	6,1	424 959	-6,1	-1,3	-87,7	154 567	25,2	35,6	21,5			
Abr	P 413 118	4,0	-7,4	7,2	420 281	-6,1	-2,1	-86,2	157 303	25,0	34,8	21,4			
May	P 420 495	5,0	-7,8	8,6	416 963	-6,2	-3,1	-82,5	161 504	27,1	34,6	24,3			
Jun	P 431 023	3,4	-8,0	6,4	415 406	-5,0	-3,6	-50,6	165 535	29,6	31,0	29,0			
Jul	P 430 824	4,8	-8,0	8,2	410 792	-6,6	-5,3	-56,2	168 381	28,0	29,7	27,3			
Ago	P 430 685	5,1	-8,1	8,5	405 699	-7,9	-6,5	-62,9	170 734	28,9	30,0	28,4			
Sep	P 428 398	5,0	-8,6	8,6	402 060	-8,0	-6,6	-70,6	173 058	27,7	29,2	27,1			
Oct	P 427 233	5,3	-8,4	8,9	399 368	-8,2	-7,8	-29,8	174 275	25,1	27,5	24,1			
Nov	P 435 346	5,4	-8,2	8,8	394 666	-8,9	-8,8	-17,3	177 989	25,1	25,6	24,9			
Dic	A 446 391	6,6	-7,6	10,1	391 165	-8,9	-9,1	7,0	177 829	23,0	23,1	23,0			
15 Ene	A 446 745	7,8	-7,4	11,6	386 780	-9,7	-10,2	27,2	182 213	23,3	20,5	24,4			
Feb	A 449 141	9,2	-7,2	13,3	379 708	-11,4	-12,0	55,5	188 568	24,6	18,6	27,0			

HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

b. Incluye sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

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

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

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

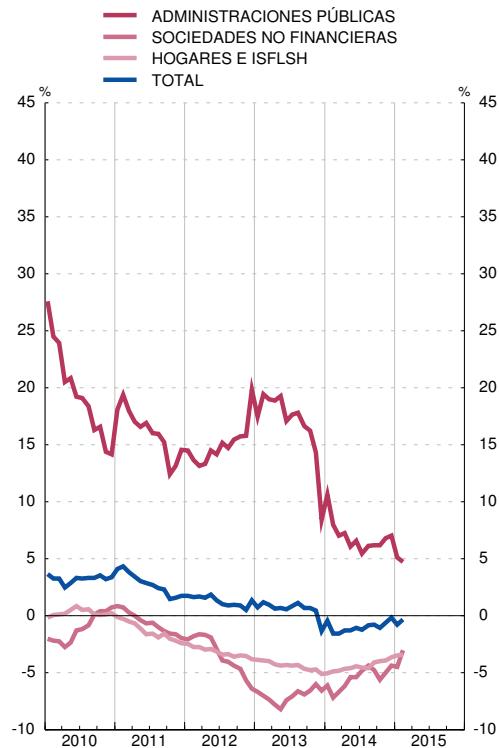
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

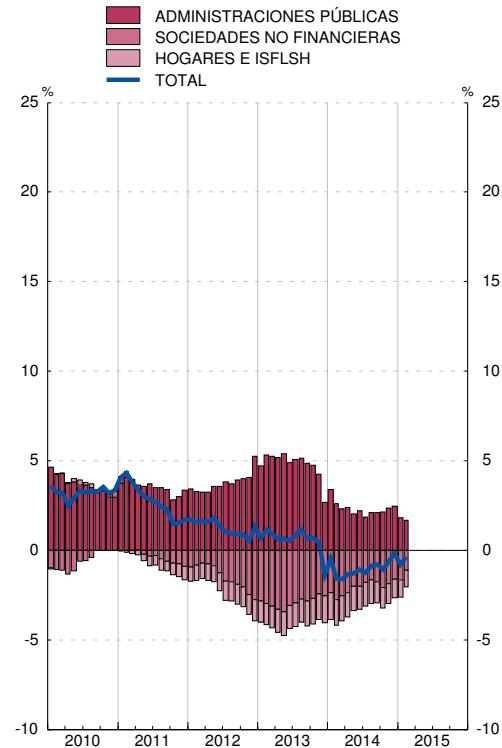
Millones de euros y porcentajes

	Total			Admi-nistraciones Públicas (b)	Tasa interanual						Admi-nistraciones Públicas (b)	Contribución a la tasa del total							
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual		Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH							Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH							
					Por sectores		Por instrumentos					Por sectores		Por instrumentos					
					Socie-dades no finan-cieras	Hoga-res e ISFL SH	Prést.de ent. de cré-dito fondos titul.y SGA(c)	Valo-res distin-tos de accio-nes	Prés-tamos del exte-rior	Socie-dades no finan-cieras	Hoga-res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré-dito y fondos tituliz.	Valo-res distin-tos de accio-nes	Prés-tamos del exte-rior	Socie-dades no finan-cieras	Hoga-res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré-dito y fondos tituliz.	Valo-res distin-tos de accio-nes	Prés-tamos del exte-rior
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
12	2 804 707	37 451	1,3	19,8	-5,3	-6,4	-3,8	-5,8	14,2	-7,2	5,3	-3,9	-2,7	-1,2	-3,5	0,3	-0,7		
13	2 742 461	-38 141	-1,4	8,4	-5,9	-6,6	-5,1	-7,1	3,8	-1,8	2,7	-4,0	-2,5	-1,5	-4,0	0,1	-0,2		
14	A 2 725 703	-4 703	-0,2	7,0	-4,1	-4,4	-3,7	-5,3	1,6	0,6	2,5	-2,6	-1,6	-1,0	-2,7	0,0	0,1		
13 Nov	2 765 396	-655	0,4	14,3	-5,5	-6,0	-4,7	-6,5	4,7	-2,3	4,3	-3,8	-2,4	-1,4	-3,7	0,1	-0,2		
Dic	2 742 461	-20 434	-1,4	8,4	-5,9	-6,6	-5,1	-7,1	3,8	-1,8	2,7	-4,0	-2,5	-1,5	-4,0	0,1	-0,2		
14 Ene	2 764 793	12 862	-0,5	10,6	-5,7	-6,1	-5,1	-7,0	2,5	-0,6	3,4	-3,9	-2,4	-1,5	-3,9	0,1	-0,1		
Feb	2 754 774	-7 945	-1,6	8,0	-6,2	-7,2	-4,9	-7,2	-1,5	-2,0	2,6	-4,2	-2,7	-1,4	-3,9	-0,0	-0,2		
Mar	P 2 751 643	-1 218	-1,6	7,0	-5,9	-6,7	-4,8	-7,2	-0,2	-0,3	2,3	-3,9	-2,5	-1,4	-3,9	-0,0	-0,0		
Apr	P 2 740 535	-10 518	-1,3	7,2	-5,5	-6,2	-4,6	-6,9	-0,7	0,7	2,4	-3,7	-2,3	-1,4	-3,7	-0,0	0,1		
May	P 2 749 631	10 345	-1,3	6,1	-5,0	-5,4	-4,6	-6,4	1,0	0,8	2,1	-3,3	-2,0	-1,3	-3,4	0,0	0,1		
Jun	P 2 768 071	10 748	-1,1	6,5	-5,0	-5,4	-4,4	-6,4	2,7	0,6	2,2	-3,3	-2,0	-1,3	-3,4	0,1	0,1		
Jul	P 2 750 696	-15 481	-1,2	5,5	-4,7	-4,9	-4,5	-6,5	-0,3	4,0	1,9	-3,1	-1,8	-1,3	-3,5	-0,0	0,4		
Ago	P 2 750 711	850	-0,8	6,1	-4,5	-4,4	-4,6	-6,5	0,1	4,9	2,1	-2,9	-1,6	-1,3	-3,4	0,0	0,5		
Sep	P 2 754 171	5 350	-0,8	6,1	-4,5	-4,8	-4,1	-6,3	2,9	3,1	2,1	-2,9	-1,7	-1,2	-3,3	0,1	0,3		
Oct	P 2 737 109	-13 405	-1,1	6,2	-4,9	-5,6	-4,0	-6,4	1,3	1,5	2,1	-3,2	-2,1	-1,1	-3,4	0,0	0,1		
Nov	P 2 747 349	12 079	-0,6	6,8	-4,5	-5,0	-3,9	-6,0	1,4	1,3	2,4	-3,0	-1,8	-1,1	-3,1	0,0	0,1		
Dic	A 2 725 703	-8 369	-0,2	7,0	-4,1	-4,4	-3,7	-5,3	1,6	0,6	2,5	-2,6	-1,6	-1,0	-2,7	0,0	0,1		
15 Ene	A 2 715 376	-4 166	-0,8	5,1	-4,1	-4,5	-3,5	-5,2	1,9	0,3	1,8	-2,6	-1,6	-1,0	-2,7	0,1	0,0		
Feb	A 2 718 419	4 060	-0,4	4,7	-3,2	-3,0	-3,4	-4,7	9,0	1,1	1,7	-2,0	-1,1	-1,0	-2,4	0,3	0,1		

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

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

■ Serie representada gráficamente.

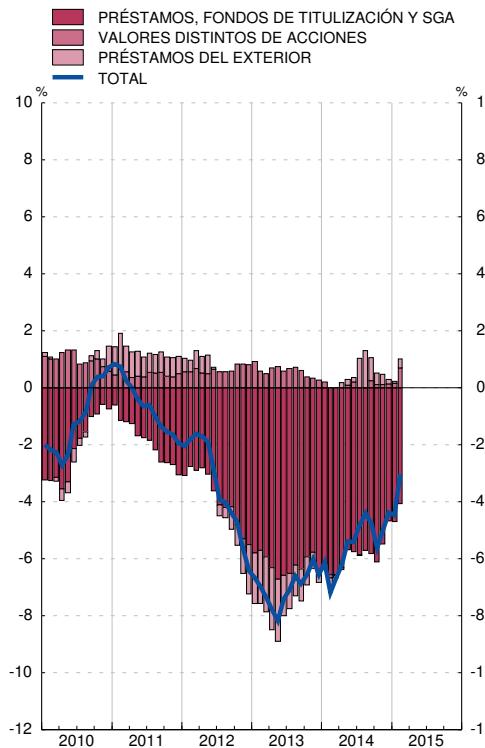
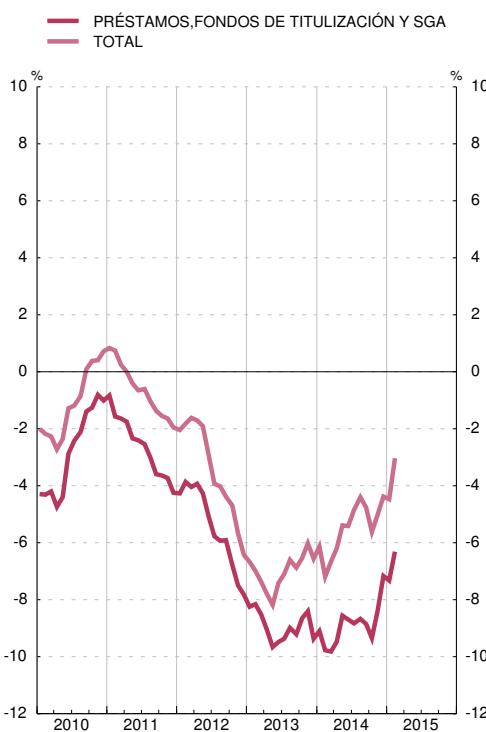
	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y prtos. transf. a SGA (c)			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera de balance y préstamos transfer. a SGA (c)
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	del cual Emisiones de filial financ. resid.	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
12	1 082 851	-76 783	-6,4	736 625	-7,8	-5,5	77 653	60 331	14,2	0,8	268 573	-7,2	-1,7	28 680
13	993 308	-71 010	-6,6	646 868	-9,4	-6,4	80 615	60 529	3,8	0,3	265 826	-1,8	-0,5	37 970
14	A 943 489	-43 646	-4,4	579 133	-7,2	-4,7	81 937	60 851	1,6	0,1	282 419	0,6	0,1	34 753
13 Nov	1 013 471	-4 390	-6,0	662 328	-8,4	-5,8	81 241	60 458	4,7	0,3	269 901	-2,3	-0,6	38 755
Dic	993 308	-18 410	-6,6	646 868	-9,4	-6,4	80 615	60 529	3,8	0,3	265 826	-1,8	-0,5	37 970
14 Ene	1 001 301	-1 748	-6,1	641 675	-9,1	-6,2	81 159	60 507	2,5	0,2	278 467	-0,6	-0,1	38 058
Feb	986 075	-13 437	-7,2	633 766	-9,8	-6,6	76 767	56 448	-1,5	-0,1	275 542	-2,0	-0,5	37 666
Mar	P 984 302	-458	-6,7	627 624	-9,8	-6,6	78 193	56 529	-0,2	-0,0	278 485	-0,3	-0,1	37 454
Apr	P 983 138	-852	-6,2	623 693	-9,5	-6,3	78 993	56 673	-0,7	-0,0	280 452	0,7	0,2	37 717
May	P 980 453	-1 865	-5,4	618 778	-8,6	-5,7	81 293	58 204	1,0	0,1	280 382	0,8	0,2	37 609
Jun	P 984 996	-3 625	-5,4	612 657	-8,7	-5,8	81 763	58 719	2,7	0,2	290 576	0,6	0,1	37 630
Jul	P 982 666	-835	-4,9	605 237	-8,8	-5,9	80 413	57 577	-0,3	-0,0	297 016	4,0	1,0	37 153
Ago	P 982 860	559	-4,4	599 243	-8,7	-5,7	80 584	57 711	0,1	0,0	303 032	4,9	1,3	36 745
Sep	P 977 412	-4 253	-4,8	594 347	-8,8	-5,8	83 173	59 831	2,9	0,2	299 892	3,1	0,8	36 695
Oct	P 966 672	-7 839	-5,6	585 674	-9,3	-6,1	82 445	60 439	1,3	0,1	298 553	1,5	0,4	36 335
Nov	P 967 105	1 930	-5,0	587 737	-8,4	-5,5	82 404	60 487	1,4	0,1	296 964	1,3	0,4	35 919
Dic	A 943 489	-11 224	-4,4	579 133	-7,2	-4,7	81 937	60 851	1,6	0,1	282 419	0,6	0,1	34 753
15 Ene	A 934 686	-2 900	-4,5	572 148	-7,3	-4,7	82 713	60 024	1,9	0,2	279 826	0,3	0,1	33 313
Feb	A 935 227	1 325	-3,0	571 683	-6,3	-4,1	83 658	60 551	9,0	0,7	279 887	1,1	0,3	33 224

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Tasas de variación interanual

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

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

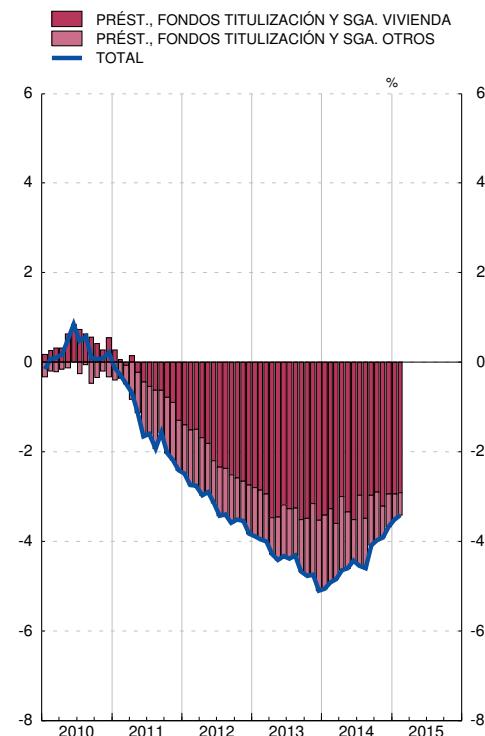
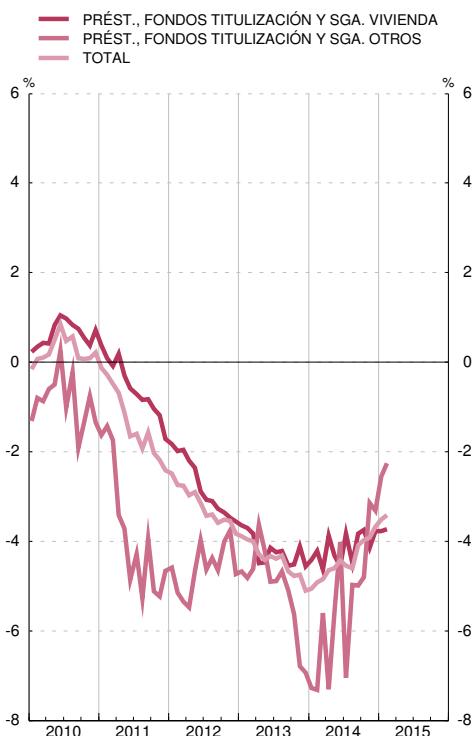
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y préstamos transferidos a SGA Vivienda (b)			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y préstamos transferidos a SGA Otros (b)			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance y préstamos transferidos a SGA (b)	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
12	830 879	-33 213	-3,8	641 948	-3,6	-2,7	188 930	-4,7	-1,1	8 813	801
13	782 982	-42 324	-5,1	610 846	-4,6	-3,5	172 136	-6,9	-1,6	6 451	450
14	A 748 357	-28 743	-3,7	585 250	-3,8	-2,9	163 108	-3,3	-0,7	5 480	502
13 Nov	794 159	3 798	-4,7	615 385	-4,1	-3,2	178 774	-6,8	-1,6	6 397	627
Dic	782 982	-10 427	-5,1	610 846	-4,6	-3,5	172 136	-6,9	-1,6	6 451	450
14 Ene	778 371	-4 341	-5,1	608 438	-4,4	-3,4	169 933	-7,3	-1,6	5 948	444
Feb	774 644	-3 442	-4,9	606 754	-4,2	-3,3	167 889	-7,3	-1,7	6 059	444
Mar P	771 507	-2 539	-4,8	602 406	-4,6	-3,6	169 101	-5,6	-1,3	5 982	437
Abr P	768 705	-2 523	-4,6	605 791	-3,9	-3,0	162 914	-7,3	-1,6	5 873	488
May P	766 449	-1 829	-4,6	600 439	-4,3	-3,3	166 010	-5,6	-1,3	5 815	491
Jun P	770 479	4 506	-4,4	597 839	-4,6	-3,5	172 640	-4,0	-0,9	5 562	669
Jul P	761 785	-8 296	-4,5	600 163	-3,8	-3,0	161 621	-7,0	-1,6	5 534	632
Ago P	757 828	-3 487	-4,6	593 635	-4,5	-3,5	164 193	-5,0	-1,1	5 489	572
Sep P	756 457	-677	-4,1	591 265	-3,8	-3,0	165 192	-5,0	-1,1	5 434	568
Oct P	753 553	-2 147	-4,0	589 337	-3,7	-2,9	164 215	-4,8	-1,1	5 352	588
Nov P	757 297	4 087	-3,9	587 387	-4,1	-3,2	169 910	-3,1	-0,7	5 301	572
Dic A	748 357	-8 055	-3,7	585 250	-3,8	-2,9	163 108	-3,3	-0,7	5 480	502
15 Ene A	745 217	-2 883	-3,5	582 922	-3,8	-2,9	162 295	-2,6	-0,6	5 404	483
Feb A	742 441	-2 544	-3,4	581 647	-3,7	-2,9	160 793	-2,3	-0,5	5 514	365

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual

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



FUENTE: BE.

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

b. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

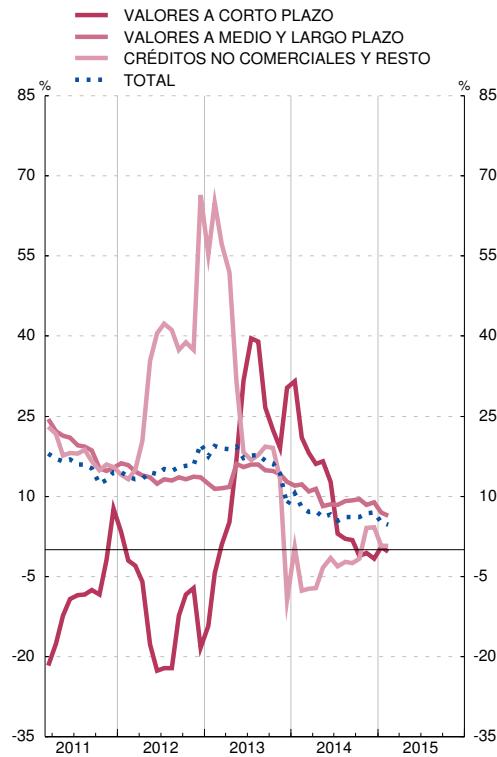
8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

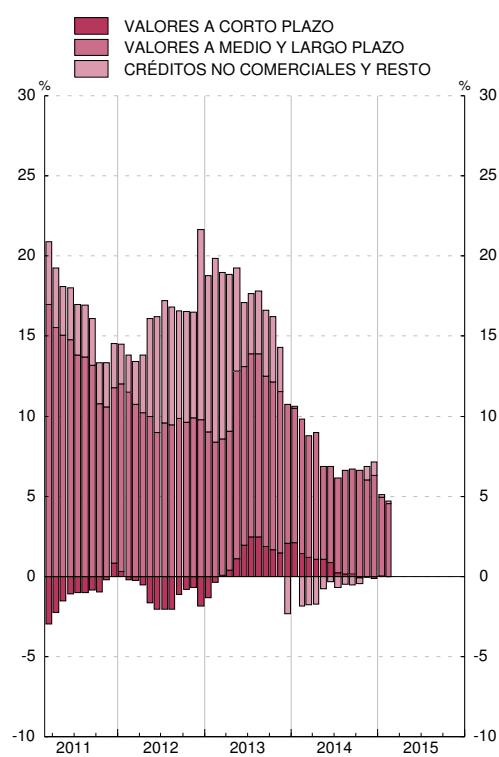
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
10	649 259	80 559	14,2	68 929	-17 466	-20,2	-3,1	465 297	79 014	20,5	13,9	115 033	19 010	19,8	3,3
11	743 531	94 272	14,5	74 185	5 257	7,6	0,8	536 514	71 217	15,3	11,0	132 831	17 798	15,5	2,7
12	890 978	147 447	19,8	60 576	-13 609	-18,3	-1,8	609 311	72 797	13,6	9,8	221 090	88 259	66,4	11,9
13	P 966 170	75 193	8,4	78 977	18 400	30,4	2,1	686 769	77 458	12,7	8,7	200 424	-20 666	-9,3	-2,3
13 Sep	P 961 233	9 637	16,6	72 755	1 951	26,6	1,9	678 018	6 323	14,8	10,6	210 459	1 363	19,3	4,1
Oct	P 957 830	-3 402	16,2	75 624	2 869	22,4	1,7	672 784	-5 235	14,7	10,5	209 422	-1 037	19,1	4,1
Nov	P 957 767	-63	14,3	77 512	1 888	19,1	1,5	682 652	9 868	14,1	10,1	197 603	-11 820	13,3	2,8
Dic	P 966 170	8 404	8,4	78 977	1 464	30,4	2,1	686 769	4 118	12,7	8,7	200 424	2 822	-9,3	-2,3
14 Ene	P 985 121	18 951	10,6	78 615	-361	31,6	2,1	697 604	10 835	12,0	8,4	208 902	8 477	0,5	0,1
Feb	P 994 056	8 934	8,0	76 530	-2 086	21,0	1,4	710 584	12 980	12,2	8,4	206 942	-1 959	-7,7	-1,9
Mär	P 995 834	1 778	7,0	72 474	-4 055	18,1	1,2	716 487	5 903	11,0	7,6	206 872	-70	-7,3	-1,8
Abr	P 988 692	-7 142	7,2	70 736	-1 738	16,1	1,1	711 557	-4 930	11,4	7,9	206 398	-474	-7,2	-1,7
May	P 1 002 729	14 038	6,1	71 667	931	16,5	1,1	725 035	13 478	8,1	5,8	206 027	-371	-3,4	-0,8
Jun	P 1 012 596	9 867	6,5	74 652	2 985	12,7	0,9	730 181	5 146	8,5	6,0	207 763	1 736	-1,5	-0,3
Jul	P 1 006 246	-6 351	5,5	73 032	-1 620	3,0	0,2	728 613	-1 568	8,4	5,9	204 601	-3 162	-3,1	-0,7
Ago	P 1 010 023	3 777	6,1	72 271	-761	2,1	0,2	733 324	4 711	9,2	6,5	204 428	-173	-2,2	-0,5
Sep	P 1 020 303	10 280	6,1	74 078	1 806	1,8	0,1	741 029	7 705	9,3	6,6	205 197	769	-2,5	-0,5
Oct	A 1 016 884	-3 419	6,2	74 759	681	-1,1	-0,1	736 145	-4 884	9,4	6,6	205 980	784	-1,6	-0,4
Nov	A 1 022 946	6 062	6,8	77 028	2 269	-0,6	-0,1	740 269	4 124	8,4	6,0	205 649	-331	4,1	0,8
Dic	A 1 033 857	10 910	7,0	77 611	583	-1,7	-0,1	747 490	7 221	8,8	6,3	208 755	3 106	4,2	0,9
15 Ene	A 1 035 473	1 617	5,1	78 991	1 380	0,5	0,0	746 115	-1 375	7,0	4,9	210 367	1 612	0,7	0,1
Feb	A 1 040 752	5 279	4,7	76 299	-2 691	-0,3	-0,0	755 915	9 800	6,4	4,6	208 537	-1 830	0,8	0,2

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.

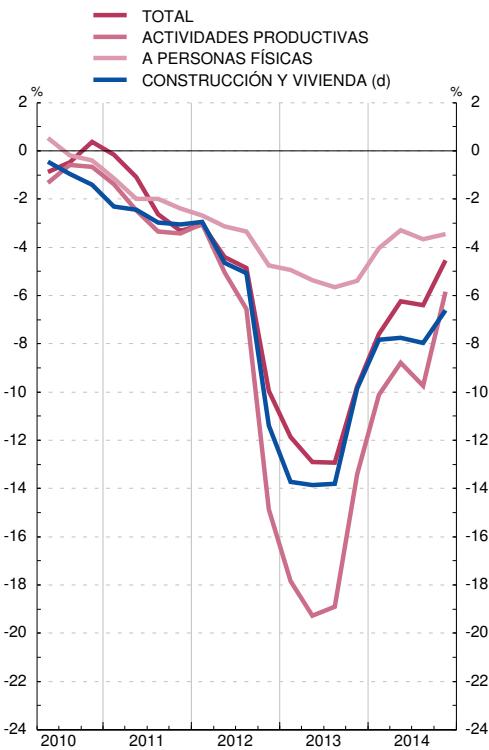
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

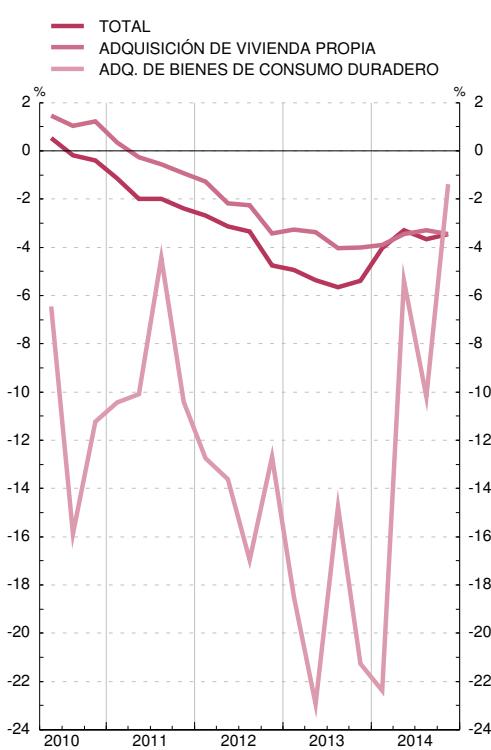
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras finan.cia personas físicas por func. de gasto					Finan- ciamiento a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasifi- car	Pro me- moria: construc- ción y vivienda (d)	
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios	Del cual	Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
09	1 837 038	999 570	23 123	152 199	130 438	693 809	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	18 006	1 107 988
10	1 843 952	1 012 916	23 128	152 376	114 519	722 893	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	12 159	1 093 099
11	1 782 555	970 773	21 782	143 246	98 546	707 198	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	11 352	1 053 321
12	1 604 961	829 788	20 217	131 109	76 217	602 246	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	12 507	933 370
11 //	1 788 847	976 280	22 203	145 503	102 258	706 316	303 506	794 554	655 726	625 101	38 478	100 350	6 557	11 455	1 061 491
/V	1 782 555	970 773	21 782	143 246	98 546	707 198	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	11 352	1 053 321
12 //	1 768 488	968 348	21 416	139 850	96 193	710 889	295 696	782 441	649 716	620 182	35 835	96 890	6 643	11 055	1 041 606
//	1 744 215	944 709	21 085	138 007	91 869	693 749	286 942	779 915	644 201	614 707	34 726	100 988	7 013	12 578	1 023 012
///	1 701 789	916 389	20 852	135 138	87 794	672 604	280 245	767 855	639 522	610 943	31 953	96 381	6 910	10 635	1 007 561
/V	1 604 961	829 788	20 217	131 109	76 217	602 246	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	12 507	933 370
13 /	1 558 660	798 151	19 138	127 110	69 013	582 891	204 281	743 849	625 439	599 955	29 212	89 199	6 759	9 901	898 732
//	1 519 123	763 059	18 974	122 351	64 195	557 539	198 432	738 107	618 663	593 929	26 762	92 683	6 754	11 203	881 290
///	1 481 543	742 033	18 731	118 251	62 934	542 117	195 083	724 319	610 497	586 299	27 239	86 583	6 882	8 309	868 514
/V	1 448 244	719 180	18 448	115 465	60 154	525 113	176 822	714 984	604 395	580 784	25 910	84 679	6 299	7 781	841 371
14 /	R1 440 349	712 509	17 756	113 148	58 386	523 218	170 839	713 733	599 144	576 464	22 671	91 918	6 221	7 887	828 369
//	1 423 178	693 553	17 571	110 307	55 436	510 239	161 218	713 717	595 437	573 393	25 321	92 959	6 376	9 532	812 091
///	1 386 860	671 336	17 793	108 673	53 403	491 467	156 197	697 741	586 086	564 252	24 459	87 196	6 972	10 811	795 686
/V	P1 380 222	674 082	17 693	112 271	49 754	494 364	150 328	690 203	579 823	558 003	29 252	81 128	5 962	9 976	779 905

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

a. Véanse los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del Boletín Estadístico y sus notas que difunden en www.bde.es y nota de novedades de Boletín Estadístico de junio 2014.

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

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

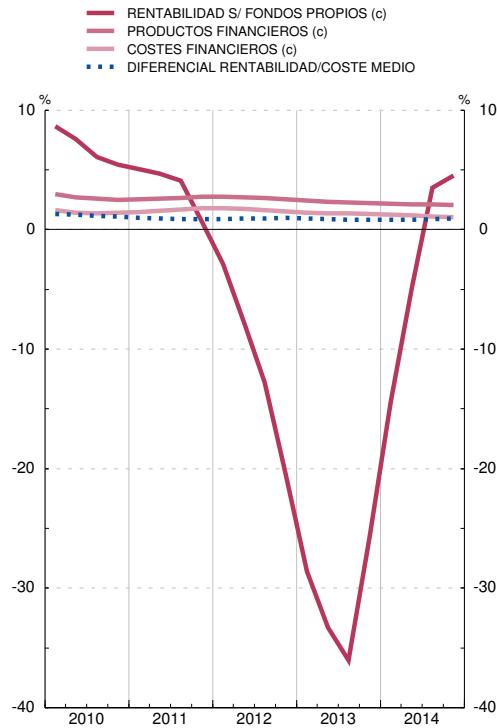
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPÓSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

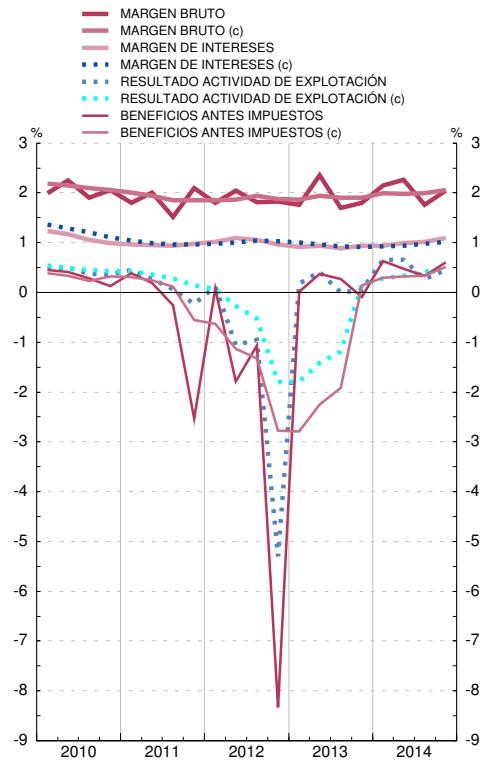
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado												En porcentaje			
	Produc-	Costes	Margen	Rendi-	Margen	Gastos	Del	Otros	Resulta-	Resto	Benefi-	Rentabi-	Rentabi-	Coste	Diferen-	
	tos fi-		de	instru-	bruto	de ex-	cual	resul-	dado de	de pro-	antes de	lidad	lidad	medio de	(13-14)	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
11	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9	
12	2,4	1,4	1,0	0,9	1,8	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,3	-39,2	2,8	1,8	1,0	
13	2,2	1,2	0,9	0,9	1,8	1,0	0,5	0,8	0,1	0,4	-0,1	2,0	2,4	1,6	0,8	
12 /	2,7	1,7	1,0	0,8	1,8	0,9	0,5	0,8	0,1	0,2	0,1	-8,9	3,0	2,1	0,9	
//	2,6	1,5	1,1	1,0	2,0	0,9	0,5	2,3	-1,1	0,6	-1,8	-15,4	3,0	2,0	0,9	
///	2,4	1,4	1,1	0,8	1,8	0,8	0,5	2,0	-1,0	0,5	-1,1	-18,3	2,9	1,9	1,0	
/IV	2,4	1,4	1,0	0,9	1,8	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,3	-39,2	2,8	1,8	1,0	
13 /	2,3	1,4	0,9	0,8	1,8	0,9	0,5	0,7	0,2	0,1	0,0	-41,3	2,6	1,7	0,9	
//	2,3	1,3	0,9	1,4	2,4	0,9	0,5	1,0	0,4	0,2	0,4	-34,3	2,5	1,7	0,9	
///	2,2	1,3	0,9	0,8	1,7	0,9	0,5	0,8	-0,0	0,4	0,3	-29,3	2,4	1,6	0,8	
/IV	2,2	1,2	0,9	0,9	1,8	1,0	0,5	0,8	0,1	0,4	-0,1	2,0	2,4	1,6	0,8	
14 /	2,1	1,1	0,9	1,2	2,2	1,0	0,5	0,5	0,7	0,2	0,6	3,9	2,3	1,5	0,8	
//	2,1	1,1	1,0	1,3	2,3	1,0	0,5	0,7	0,7	0,1	0,5	4,0	2,2	1,4	0,8	
///	2,0	1,0	1,0	0,7	1,8	1,0	0,5	0,5	0,3	0,2	0,3	4,1	2,2	1,3	0,9	
/IV	2,0	0,9	1,1	1,0	2,0	1,0	0,5	0,6	0,4	-0,1	0,6	6,2	2,2	1,2	0,9	

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

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

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

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

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

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

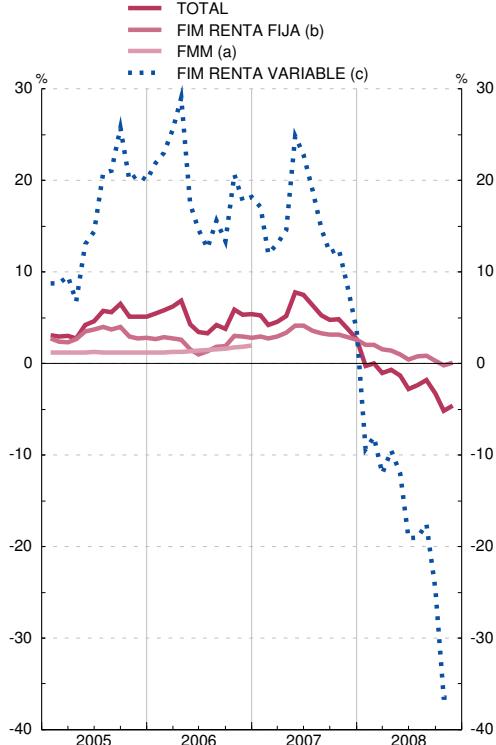
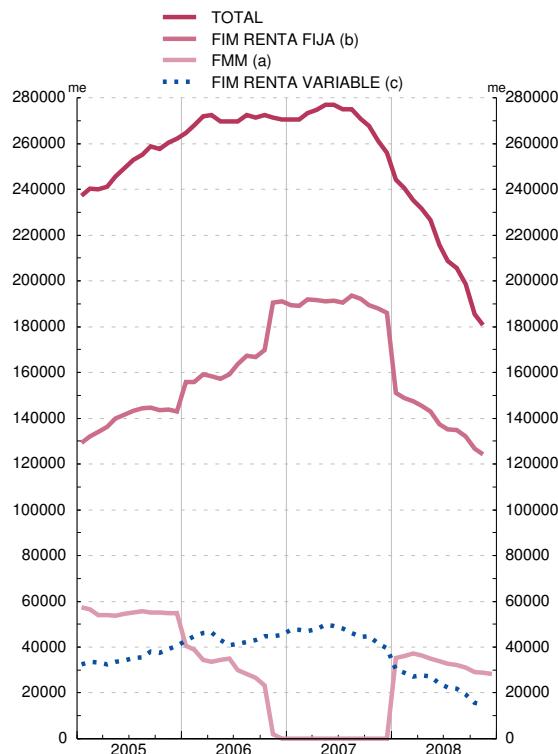
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

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

PATRIMONIO

RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

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

d. Fondos globales.

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

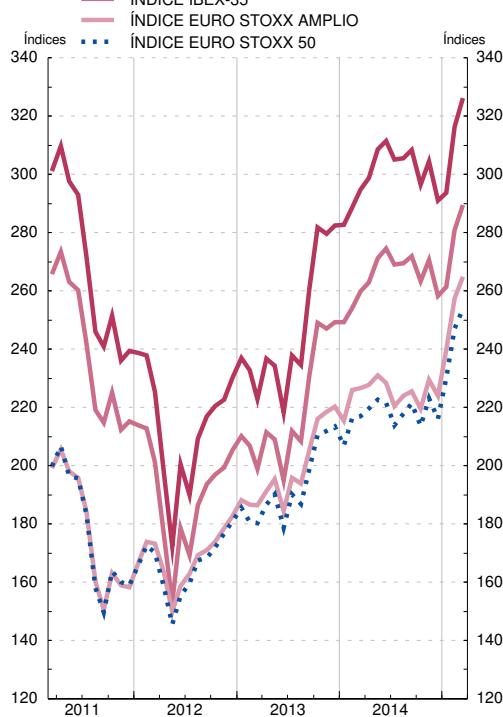
■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

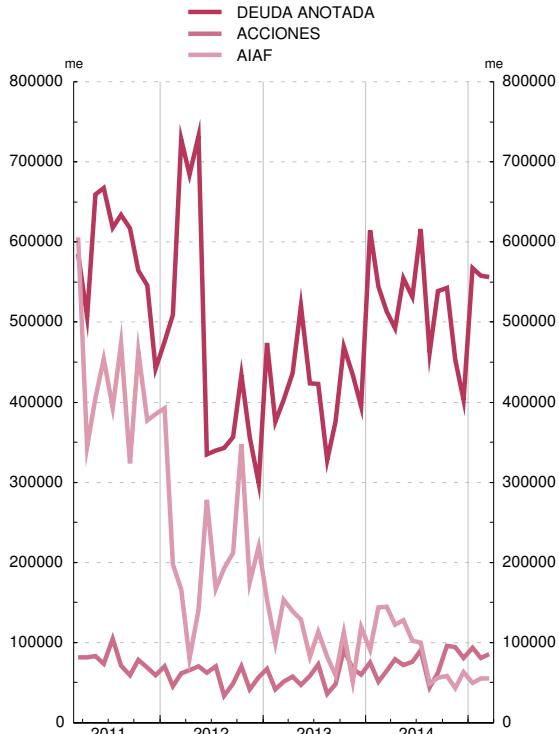
	Índices de cotización de acciones					Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX			Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija	Renta fija			Renta variable	Renta fija	Renta variable	
13		883,52	8 718,64	283,43	2 809,28	698 744	46 094	5 057 285	1 293 402	-	27 462	-	5 778
14		1 073,64	10 529,84	320,84	3 167,93	884 349	38 114	6 267 303	1 099 992	-	26 367	-	7 236
15	A	1 117,36	11 029,43	362,32	3 547,62	260 558	9 328	1 681 328	159 734	-	5 225	-	1 951
13 Dic		1 011,98	9 916,70	314,31	3 109,00	60 333	2 953	394 748	118 995	...	2 692	...	479
14 Ene		1 012,85	9 920,20	307,33	3 013,96	74 939	2 530	614 391	90 964	...	2 988	...	660
Feb		1 034,34	10 114,20	322,43	3 149,23	50 973	2 418	544 467	143 929	...	1 524	...	523
Mar		1 056,06	10 340,50	323,35	3 161,60	64 726	4 182	513 320	144 325	...	2 423	...	582
Abr		1 070,05	10 459,00	324,97	3 198,39	78 741	3 687	492 433	122 334	...	1 836	...	559
May		1 106,04	10 798,70	329,79	3 244,60	72 282	3 009	554 780	128 261	...	1 848	...	535
Jun		1 116,05	10 923,50	326,10	3 228,24	75 549	2 732	531 607	101 957	...	2 384	...	540
Jul		1 092,82	10 707,20	314,68	3 115,51	90 178	4 509	616 036	100 025	...	2 375	...	585
Ago		1 094,63	10 728,80	319,65	3 172,63	44 238	2 459	462 166	48 558	...	1 205	...	542
Sep		1 104,62	10 825,50	321,96	3 225,93	62 114	2 656	538 956	55 548	...	2 109	...	583
Oct		1 062,15	10 477,80	313,30	3 113,32	95 633	3 425	543 022	58 337	...	2 550	...	875
Nov		1 090,60	10 770,70	327,56	3 250,93	94 176	2 743	452 975	42 990	...	2 165	...	622
Dic		1 042,46	10 279,50	319,67	3 146,43	80 799	3 764	403 149	62 765	...	2 960	...	630
15 Ene		1 051,80	10 403,30	342,26	3 351,44	93 850	2 489	567 722	49 790	...	1 626	...	771
Feb		1 132,91	11 178,30	367,25	3 599,00	80 983	2 735	557 632	55 109	...	1 503	...	567
Mar	P	1 168,87	11 521,10	377,92	3 697,38	85 725	4 104	555 974	54 835	...	2 095	...	613

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES

Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



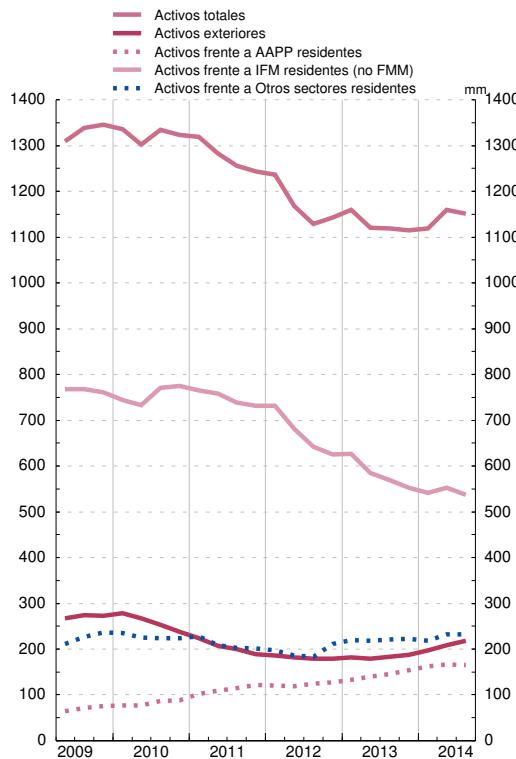
FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

8.13. OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS (a): BALANCE FINANCIERO CONSOLIDADO (b)

■ Serie representada gráficamente.

	Miles de millones de Euros															
Activos financieros netos	Activos financieros exteriores netos			Activos financieros netos frente a las Administraciones públicas residentes			Activos financieros netos frente a Instituciones financieras monetarias residentes (c)			Activos financieros netos frente a Otros sectores residentes (d)			Participaciones en el capital y en Fondos de inversión	Otros pasivos (neto)	Pro memoria: Activos financieros totales	
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo				
	1=2+5+8+ 11-14-15	2-3-4	3	4	5-6-7	6	7	8-9-10	9	10	11=12-13	12	13	14	15 16=3+6+9+ 12	
06	13	26	330	304	61	61	-	418	484	66	-26	247	273	487	-22	1 121
07	8	-44	315	359	56	56	-	501	663	162	-21	268	289	504	-20	1 301
08	26	-73	252	325	59	60	2	441	739	298	-96	190	286	318	-14	1 240
09	31	-30	273	303	72	75	3	409	760	351	-62	237	299	375	-16	1 346
10 / IV	47	-28	238	266	85	88	3	385	774	390	-82	223	305	335	-22	1 323
11 / //	38	-39	224	263	99	102	3	374	765	391	-83	227	310	339	-26	1 318
///	35	-48	207	255	106	109	3	367	758	390	-94	209	303	314	-19	1 283
/IV	36	-42	200	242	112	115	3	358	739	381	-104	202	307	302	-14	1 256
12 / //	41	-38	188	226	120	122	1	350	732	382	-107	201	309	296	-12	1 243
///	45	-35	187	222	120	120	-	346	732	386	-113	198	310	292	-19	1 236
/IV	57	-6	181	188	119	119	-	320	681	361	-117	186	303	277	-18	1 168
13 / //	36	-15	178	194	124	124	-	313	642	329	-124	184	308	275	-14	1 129
///	15	-37	179	216	126	127	1	282	626	344	-100	211	310	273	-17	1 142
IV	15	-34	181	215	131	133	2	275	626	351	-95	219	314	282	-19	1 159
13 / //	7	-28	180	208	138	139	2	263	584	322	-96	218	313	288	-19	1 121
///	3	-22	184	206	143	145	2	261	570	309	-97	221	318	300	-18	1 120
/IV	-10	-16	187	203	152	154	2	252	552	300	-103	222	325	315	-19	1 115
14 / //	-18	-8	197	205	161	162	2	256	541	285	-118	218	336	329	-20	1 119
///	-13	4	209	204	165	167	2	268	553	285	-110	232	341	360	-19	1 159
	-24	15	218	203	163	165	2	257	537	280	-109	232	341	371	-21	1 151

ACTIVOS FINANCIEROS



PASIVOS



FUENTE: Cuentas financieras de la economía española

(a) Constituido por Fondos de inversión (Instituciones de inversión colectiva incluidos los Fondos monetarios), Instituciones financieras de ámbito limitado y prestamistas de dinero, Empresas de seguros y Fondos de pensiones, Otros intermediarios financieros y Auxiliares financieros

(b) La consolidación se refiere a la compensación de las posiciones activas y pasivas (intra-sectoriales) entre las entidades que conforman un sector económico o agrupación de sectores económicos, en este caso, las incluidas en la agrupación institucional Otras entidades financieras

(c) Excepto Fondos del mercado monetario que en este indicador están incluidos entre las entidades que constituyen la agrupación institucional Otras entidades financieras

(d) Empresas no financieras, Hogares e Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares

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

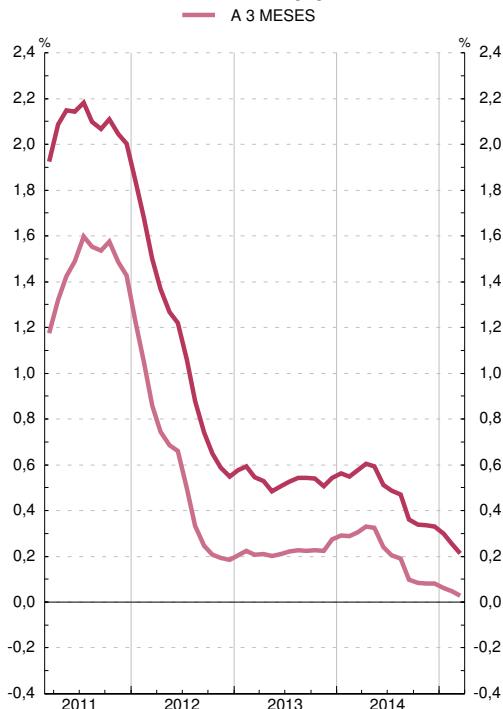
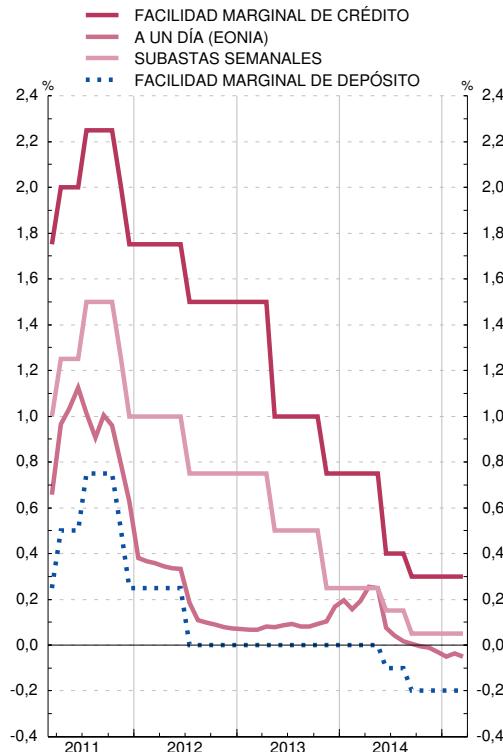
■ Serie representada gráficamente.

Medias de datos diarios. Porcentajes

		Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario														
		Operaciones principales de financiación: subastas semanales		Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales		Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (euríbor) (a)						España						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
13	A	0,25	0,25	0,75	0,00	0,089	0,13	0,22	0,34	0,54	0,15	0,41	1,07	0,33	0,53	0,08	0,34	0,45	-	
14		0,05	0,05	0,30	-0,20	0,095	0,13	0,21	0,31	0,48	0,11	0,18	0,45	-	0,55	0,09	0,14	0,24	-	
15		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,046	-0,00	0,05	0,12	0,26	-0,02	0,05	0,20	-	-	-0,05	0,02	0,06	0,17	
13	Dic	0,25	0,25	0,75	0,00	0,169	0,21	0,27	0,37	0,54	0,13	0,21	-	-	0,50	0,15	0,51	0,78	-	
14	Ene	0,25	0,25	0,75	0,00	0,196	0,22	0,29	0,40	0,56	0,15	0,23	-	-	0,55	0,15	0,20	0,47	-	
	Feb	0,25	0,25	0,75	0,00	0,157	0,22	0,29	0,39	0,55	0,17	0,30	0,70	-	0,55	0,18	0,24	0,22	-	
	Mar	0,25	0,25	0,75	0,00	0,192	0,23	0,31	0,41	0,58	0,20	0,30	-	-	0,20	0,25	0,26	-	-	
	Apr	0,25	-	0,75	0,00	0,254	0,25	0,33	0,43	0,60	0,25	0,28	-	-	0,26	0,25	0,49	-	-	
	May	0,25	0,25	0,75	0,00	0,248	0,26	0,32	0,42	0,59	0,26	0,25	0,55	-	0,27	0,30	0,36	-	-	
	Jun	0,15	0,15	0,40	-0,10	0,076	0,15	0,24	0,33	0,51	0,10	0,15	-	-	0,08	0,15	0,17	-	-	
	Jul	0,15	0,15	0,40	-0,10	0,043	0,10	0,21	0,30	0,49	0,07	0,27	-	-	0,04	0,06	0,11	-	-	
	Ago	0,15	0,15	0,40	-0,10	0,018	0,09	0,19	0,29	0,47	0,07	0,13	0,42	-	-	0,02	0,06	0,19	-	-
	Sep	0,05	0,05	0,30	-0,20	0,007	0,02	0,10	0,20	0,36	0,05	0,08	-	-	-	-0,01	0,01	0,08	-	-
	Oct	0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,004	0,01	0,08	0,18	0,34	0,03	0,03	-	-	-	-0,01	0,03	0,06	-	-
	Nov	0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,012	0,01	0,08	0,18	0,34	0,02	0,06	0,37	-	-	-0,01	0,06	0,12	-	-
	Dic	0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,030	0,02	0,08	0,18	0,33	0,01	0,04	0,22	-	-	-0,03	0,14	0,30	-	-
15	Ene	0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,051	0,01	0,06	0,15	0,30	-0,04	0,04	-	-	-	-0,07	0,01	0,08	0,17	-
	Feb	0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,036	0,00	0,05	0,13	0,26	-0,00	0,07	0,20	-	-	-0,02	0,04	0,04	-	-
	Mar	0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,050	-0,01	0,03	0,10	0,21	-0,03	0,05	-	-	-	-0,06	0,00	0,06	-	-

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.

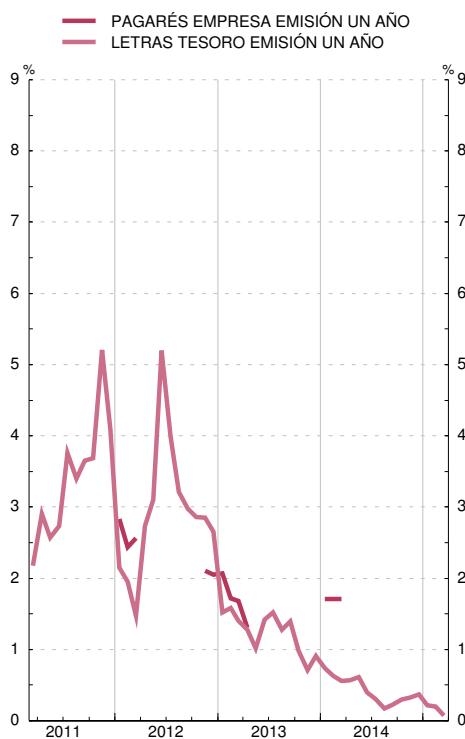
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ 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							
		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			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
13		1,25	1,17	1,47	3,10	2,48	3,43	4,76	5,18	5,46	2,53	4,56	3,91
14		0,43	0,41	1,71	0,97	1,01	1,52	2,73	3,62	3,77	0,92	2,72	2,30
15	A	0,16	0,13	-	0,73	0,40	0,50	1,44	2,07	2,62	0,40	1,42	2,16
13	Dic	0,91	0,89	-	3,49	2,20	2,72	4,12	-	-	1,98	4,14	2,89
14	Ene	0,74	0,73	1,71	2,88	1,62	2,41	3,85	4,22	-	1,56	3,78	3,21
	Feb	0,63	0,62	1,71	1,13	1,59	2,29	3,58	-	4,54	1,53	3,56	2,50
	Mar	0,56	0,56	1,71	0,91	1,35	2,00	3,36	3,87	-	1,26	3,31	2,36
	Abr	0,57	0,56	-	0,91	1,04	1,68	3,07	3,55	-	1,06	3,10	2,02
	May	0,61	0,59	-	0,79	1,06	1,67	2,99	3,52	-	1,05	2,93	2,27
	Jun	0,40	0,37	-	0,87	0,89	1,41	2,80	-	-	0,85	2,71	1,99
	Jul	0,30	0,24	-	0,93	0,70	1,61	2,10	-	3,53	0,67	2,67	1,73
	Ago	0,17	0,16	-	0,63	-	1,44	2,70	-	-	0,58	2,42	2,04
	Sep	0,23	0,18	-	0,70	0,58	-	2,29	-	3,61	0,52	2,20	2,74
	Oct	0,30	0,30	-	0,47	-	0,29	2,23	2,91	-	0,61	2,11	1,86
	Nov	0,32	0,31	-	0,72	0,68	1,08	2,15	-	3,47	0,67	2,07	2,40
	Dic	0,37	0,35	-	0,66	0,60	0,90	1,75	-	-	0,66	1,79	2,44
15	Ene	0,22	0,19	-	0,77	0,58	0,87	1,66	2,28	2,71	0,53	1,54	1,93
	Feb	0,20	0,15	-	0,82	0,41	0,19	1,63	1,94	2,51	0,44	1,51	1,68
	Mar	0,07	0,06	-	0,60	0,20	0,40	1,05	1,98	-	0,25	1,23	2,83

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 Y EFC. (CBE 4/2002)
NEDD/SDDS (a)

■ Serie representada gráficamente.

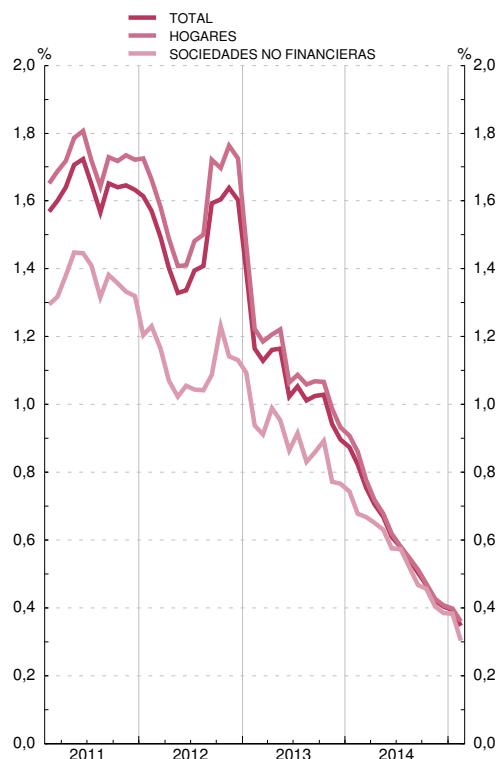
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)									
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras				
		Tipo sintético	Vivienda	Consumo y otros fines (e)	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (c)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
13	3,84	4,06	3,16	7,22	3,57	5,18	2,91	0,90	0,93	0,22	1,50	0,49	0,77	0,35	1,30	0,75	
14	3,16	3,47	2,64	6,41	2,74	4,16	2,08	0,40	0,41	0,17	0,64	0,42	0,39	0,31	0,50	0,46	
15	A	3,38	3,61	2,69	6,94	3,06	4,22	2,17	0,35	0,36	0,18	0,54	0,33	0,30	0,27	0,38	0,11
13 Jul	4,14	4,22	3,19	7,78	4,05	5,62	3,14	1,05	1,09	0,18	1,78	0,28	0,92	0,38	1,58	0,37	
Ago	4,14	4,33	3,27	7,98	3,90	5,40	2,87	1,01	1,06	0,18	1,73	0,20	0,83	0,40	1,38	0,32	
Sep	3,88	4,22	3,20	7,77	3,47	5,39	2,50	1,02	1,07	0,19	1,74	0,19	0,86	0,45	1,37	0,32	
Oct	4,14	4,15	3,12	7,70	4,13	5,39	3,33	1,03	1,07	0,18	1,74	0,12	0,89	0,40	1,51	0,17	
Nov	4,20	4,15	3,19	7,43	4,27	5,24	3,71	0,94	0,99	0,17	1,62	0,12	0,77	0,37	1,30	0,33	
Dic	3,84	4,06	3,16	7,22	3,57	5,18	2,91	0,90	0,93	0,22	1,50	0,49	0,77	0,35	1,30	0,75	
14 Ene	4,07	4,22	3,32	7,40	3,89	5,42	2,96	0,87	0,91	0,21	1,46	0,24	0,74	0,47	1,11	0,51	
Feb	4,08	4,19	3,28	7,46	3,93	5,21	3,02	0,82	0,86	0,21	1,37	0,41	0,68	0,42	1,00	0,39	
Mar	4,06	4,19	3,31	7,28	3,91	5,43	2,95	0,75	0,78	0,20	1,23	1,11	0,67	0,45	0,97	0,44	
Abr	4,06	4,08	3,19	7,36	4,03	5,32	3,07	0,71	0,72	0,20	1,13	0,56	0,65	0,43	0,96	0,19	
May	4,00	4,08	3,17	7,33	3,90	5,13	2,88	0,67	0,68	0,20	1,07	0,35	0,63	0,44	0,93	0,22	
Jun	3,94	4,18	3,31	7,14	3,63	4,91	3,00	0,61	0,62	0,19	0,98	0,21	0,58	0,43	0,82	0,10	
Jul	3,88	3,92	3,05	7,10	3,83	4,93	2,90	0,58	0,58	0,20	0,92	0,58	0,57	0,39	0,86	0,16	
Ago	3,93	4,03	3,07	7,45	3,80	4,80	3,00	0,54	0,55	0,19	0,86	0,37	0,52	0,40	0,73	0,09	
Sep	3,88	4,04	3,10	7,37	3,67	4,54	2,91	0,50	0,51	0,17	0,81	0,60	0,47	0,38	0,62	0,12	
Oct	3,81	3,94	3,02	7,21	3,64	4,53	2,74	0,47	0,47	0,17	0,74	0,51	0,46	0,35	0,63	0,15	
Nov	3,59	3,81	2,88	7,01	3,29	4,32	2,43	0,42	0,43	0,17	0,66	0,48	0,40	0,35	0,50	0,30	
Dic	3,16	3,47	2,64	6,41	2,74	4,16	2,08	0,40	0,41	0,17	0,64	0,42	0,39	0,31	0,50	0,46	
15 Ene	P	3,49	3,60	2,66	6,94	3,34	4,54	2,34	0,40	0,40	0,17	0,62	0,41	0,38	0,33	0,49	0,17
Feb		3,38	3,61	2,69	6,94	3,06	4,22	2,17	0,35	0,36	0,18	0,54	0,33	0,30	0,27	0,38	0,11

**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 FRENT A LA UE 28 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 28)										Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)			
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones(e)		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones(e)						
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
12	110,1	109,6	104,3	102,7	101,4	108,6	108,0	102,9	101,7	110,6	110,3	105,8	119,6	103,6	
13	110,7	110,2	102,7	101,3	101,9	108,6	108,1	100,8	99,8	110,8	110,6	103,7	115,3	102,0	
14	110,0	109,2	100,8	...	101,7	108,1	107,3	99,1	...	110,4	109,8	101,9	113,8	...	
13 I	111,0	109,8	103,5	102,1	101,8	109,1	107,8	101,7	100,7	111,2	110,2	104,5	116,3	102,9	
II	110,8	110,5	102,8	101,6	101,9	108,8	108,5	100,9	100,2	111,0	110,9	103,9	116,0	102,3	
III	110,7	110,0	102,5	100,8	102,0	108,5	107,9	100,5	99,3	110,8	110,3	103,3	113,7	101,5	
IV	110,2	110,4	102,2	100,5	101,9	108,2	108,3	100,3	99,1	110,4	110,8	103,1	115,3	101,2	
14 I	109,9	109,0	101,6	100,6	101,9	107,8	107,0	99,8	99,1	110,1	109,5	102,6	112,9	101,1	
II	109,9	109,9	101,7	99,7	101,7	108,1	108,0	100,0	98,4	110,3	110,5	102,8	114,2	100,3	
III	110,0	108,7	100,6	100,0	101,6	108,3	106,9	99,0	98,8	110,5	109,4	101,8	113,8	100,5	
IV	110,1	109,1	99,4	...	101,6	108,3	107,4	97,9	...	110,6	109,8	100,7	114,3	...	
14 Jun	109,9	109,6	101,7	99,7	101,6	108,1	107,9	100,0	98,5	110,3	110,4	102,8	114,2	100,3	
Jul	109,9	108,4	...	100,0	101,6	108,2	106,7	...	98,9	110,4	109,2	...	...	100,6
Ago	110,0	108,4	...	98,3	101,7	108,2	106,6	...	97,1	110,5	109,1	...	...	98,7
Sep	110,1	109,2	100,6	101,6	101,6	108,4	107,5	99,0	100,4	110,7	110,0	101,8	113,8	102,2	
Oct	110,1	109,3	...	...	101,5	108,4	107,6	...	...	110,6	110,1	...	...	...
Nov	110,1	109,3	...	...	101,6	108,4	107,6	...	...	110,6	110,1	...	...	...
Dic	110,0	108,6	...	...	101,6	108,3	106,9	...	...	110,5	109,3	...	...	...
15 Ene	109,8	107,5	...	...	101,5	108,2	106,0	...	...	110,4	108,6	...	...	...
Feb	...	106,5	...	...	101,1	...	105,4	...	...	...	107,9	...	...	...
Mar	...	...	...	...	100,8	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 28)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009).

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

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados										Frente a los países industrializados					
	Total (a)				Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactura- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactura- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo		
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14		
12	111,4	111,7	120,6	103,0	100,4	111,0	111,3	120,2	103,3	109,7	110,1	99,7	110,1	110,4		
13	112,9	113,4	118,3	102,2	101,7	111,0	111,5	116,3	101,1	111,2	111,7	101,2	109,9	110,4		
14	112,1	112,4	116,8	...	101,7	110,2	110,5	114,9	...	110,2	110,5	101,3	108,8	109,1		
13 I	113,1	112,7	119,4	102,8	101,4	111,5	111,1	117,7	102,1	111,4	111,0	100,8	110,6	110,1		
//	112,9	113,7	118,8	102,4	101,6	111,1	111,9	117,0	101,5	110,9	111,8	100,8	110,0	110,9		
///	113,0	113,2	116,6	101,8	101,8	110,9	111,2	114,5	100,6	111,2	111,5	101,3	109,8	110,0		
/V	112,8	114,0	118,4	101,8	102,1	110,5	111,7	116,0	100,4	111,2	112,4	101,8	109,2	110,4		
14 I	112,4	112,6	116,5	101,8	102,1	110,1	110,2	114,1	100,3	111,0	111,2	102,0	108,8	109,0		
//	112,3	113,4	117,7	101,0	102,0	110,1	111,1	115,4	99,7	110,9	112,0	102,0	108,8	109,8		
///	112,0	111,7	116,5	100,9	101,5	110,3	110,0	114,7	100,1	110,1	109,7	101,0	108,9	108,6		
/V	111,8	111,9	116,7	...	101,3	110,4	110,5	115,3	...	108,9	109,2	100,1	108,8	109,0		
14 Jun	112,2	113,0	117,7	101,0	101,8	110,2	111,0	115,4	99,9	110,7	111,6	101,7	108,9	109,7		
Jul	112,1	111,6	...	101,2	101,7	110,3	109,8	...	100,2	110,5	109,9	101,5	108,9	108,3		
Ago	112,0	111,4	...	99,3	101,6	110,3	109,7	...	98,4	110,1	109,5	101,1	108,9	108,3		
Sep	112,0	112,0	116,5	102,4	101,3	110,5	110,6	114,7	101,7	109,6	109,7	100,5	109,1	109,2		
Oct	111,7	112,0	...	...	101,2	110,4	110,7	...	...	109,1	109,5	100,2	108,9	109,3		
Nov	111,8	112,1	...	...	101,3	110,4	110,7	...	...	109,0	109,3	100,1	108,9	109,2		
Dic	111,7	111,5	...	...	101,3	110,3	110,0	...	...	108,7	108,7	100,1	108,6	108,5		
15 Ene	110,5	109,3	...	...	100,3	110,3	109,0	...	...	106,8	105,7	98,5	108,4	107,3		
Feb	...	108,2	...	...	99,8	...	108,5	...	...	104,5	97,8	...	106,9	...		
Mar	...	...	...	...	99,1	...	...	...	...	...	...	96,7	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009).

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

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf.

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.pdf.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

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

© Banco de España, Madrid, 2015
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CE	Comisión Europea	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
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PNB	Producto Nacional Bruto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	RD	Real Decreto
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RM	Resto del Mundo
EPA	Encuesta de población activa	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEPP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FGD	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FIAMM	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UEM	Unión Económica y Monetaria
FIM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FMI	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FMM	Fondo Monetario Internacional	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FSE	Fondos del Mercado Monetario	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
IAPC	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
ICO	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
	Instituto de Crédito Oficial		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
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.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j	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.