

BOLETÍN ECONÓMICO

04/2011



BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

BOLETÍN ECONÓMICO ABRIL 2011

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

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

© Banco de España, Madrid, 2011
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 5852 - 1979
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INEM	Servicio Pùblico de Empleo Estatal
BCE	Banco Central Europeo	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva
BCN	Bancos centrales nacionales		y Fondos de Pensiones
BE	Banco de Espaùa	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 Espaùa	IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
CCAA	Comunidades Autónomas	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
CCLL	Corporaciones Locales	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CECA	Confederación Espanola de Cajas de Ahorros	NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
CEM	Confederación Espanola de Mutualidades	OBS	Obra benéfico-social
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Espanola	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CNE	Contabilidad Nacional de Espaùa	OM	Orden Ministerial
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAA	Organismos Autónomos
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de Espaùa	OOAAPP	Otras Administraciones Pùblicas
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	PIB pm	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
EURIBOR	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	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FFPP	Fondos de pensiones	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FIAMM	Fondos de Inversión en activos del mercado monetario	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos
FIM	Fondos de inversión mobiliaria	SME	Indirectamente
FMI	Fondo Monetario Internacional	TAE	Sistema Monetario Europeo
FMM	Fondos del mercado monetario	TEDR	Tasa anual equivalente
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UE	Tipo Efectivo Definición Restringida
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria	UE 15	Unión Europea
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE 27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
IFM	Instituciones financieras monetarias	VNA	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNP	Variación neta de activos
IIC	Instituciones de inversión colectiva		Variación neta de pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

ABREVIATURAS Y SIGNOS

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

ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española

- 1 Rasgos básicos 13
 - 2 Entorno exterior del área del euro 20
 - 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 27
 - 4 La economía española 42
 - 5 Evolución financiera 61
- Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2011 75**
- El comportamiento de la tasa de actividad durante la última fase recesiva 87**
- Las primas de los CDS soberanos durante la crisis y su interpretación como medida de riesgo 99**
- Determinantes y perspectivas de la tasa de ahorro en Estados Unidos 109**
- Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2011 123**
- Regulación financiera: primer trimestre de 2011 157**

Indicadores económicos 1*

Artículos y publicaciones del Banco de España 67*

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

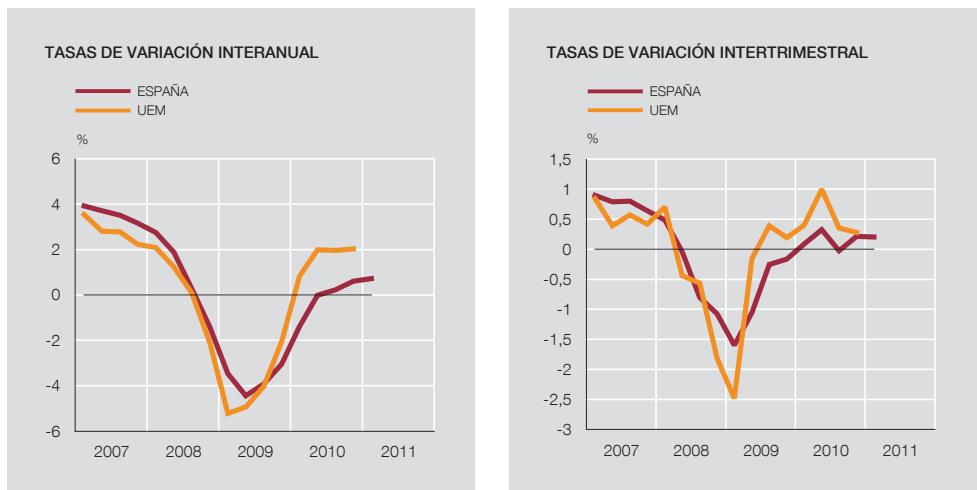
1 Rasgos básicos

En los primeros meses de 2011 la economía española siguió creciendo a un ritmo débil, en un entorno caracterizado por la progresiva recuperación de la economía mundial, pero no exento de la aparición de nuevos focos de incertidumbre. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible apuntan a que en el primer trimestre de 2011 el PIB registró un incremento intertrimestral del 0,2 %, igual al de los últimos meses del año pasado. En términos de su tasa de crecimiento interanual, el producto continuó la senda de lenta recuperación de los últimos trimestres, acelerando su avance en una décima, hasta el 0,7 %. Esto fue el resultado de una contribución negativa de la demanda nacional, de magnitud similar a la del trimestre precedente, y del aumento de la aportación positiva de la demanda exterior neta, que volvió a ser la principal fuente de expansión del gasto, con una contribución de 1,4 pp. Dentro de la demanda nacional, la moderada recuperación del consumo de los hogares y el incremento de la inversión en equipo contrarrestaron parcialmente el retroceso de los componentes públicos del gasto, afectados por los planes de austeridad en marcha, y el descenso de la inversión residencial. En sintonía con este panorama, todas las ramas productivas no agrarias, excepto la construcción, mostraron ritmos de crecimiento moderadamente positivos, destacando, en particular, el repunte de la actividad industrial. Pese a ello, la ocupación registró un nuevo retroceso, estimado en torno al 1,3 % en términos de su tasa interanual, ligeramente más moderado que en el trimestre anterior (y en línea con la cifra de ocupados de la EPA para este período). La tasa de paro experimentó un repunte de un punto porcentual, hasta situarse en el 21,3 % en el primer trimestre, en un entorno de leve moderación en el ritmo de expansión de la población activa.

Pese a la debilidad cíclica que sigue mostrando la economía española, la inflación prolongó su trayectoria ascendente, impulsada, como había ocurrido ya en los últimos meses del año pasado, por factores de naturaleza en principio transitoria, entre los que cabe destacar, principalmente, el encarecimiento de la energía. La tasa de variación interanual del IPC repuntó hasta el 3,6 % en marzo (3 % en diciembre del año pasado), en tanto que el IPSEBENE alcanzó cotas más reducidas, del 1,7 %. Con todo, a medida que avanza el año las presiones sobre costes y precios se van intensificando (el indicador adelantado del IPC para abril aumentó hasta el 3,8 %), con el consiguiente aumento del riesgo de deterioro de las expectativas de inflación.

En el panorama económico internacional, la recuperación tendió a generalizarse, si bien el agravamiento de las tensiones geopolíticas en los países del Norte de África y del Oriente Medio, las dudas sobre el alcance del terremoto de Japón del 11 de marzo, el aumento de los precios de la energía en los mercados internacionales y el mantenimiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro introdujeron nuevos elementos de incertidumbre. Como viene siendo habitual, el avance del producto siguió ritmos desiguales en las distintas áreas geográficas. Los países emergentes y en vía de desarrollo mostraron un mayor dinamismo, sustentado en la demanda interna, mientras que la actividad en las economías desarrolladas, pese a que fue ganando fortaleza, se vio moderada por el proceso de desapalancamiento financiero en el que se hallan inmersas.

Por su parte, los precios de las materias primas experimentaron acusados incrementos, ante la persistencia de fuertes presiones de demanda, agravadas, por el lado de la oferta, por las tensiones políticas en los países productores de petróleo. El precio del petróleo alcanzó un nuevo máximo en los últimos días de abril (de 127 dólares por barril) y los precios de los metales preciosos y de los alimentos prolongaron igualmente su senda ascendente aunque de forma más moderada. En consecuencia, la inflación mundial experimentó un nuevo incremento,



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

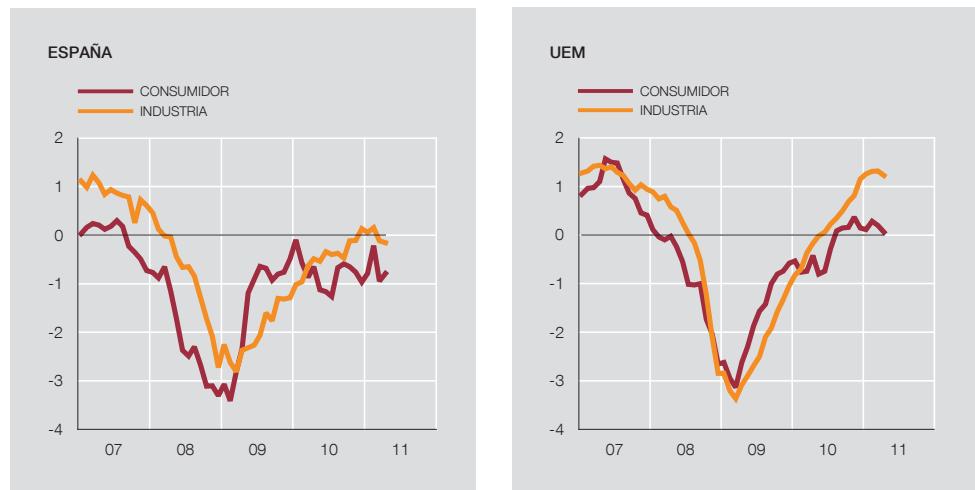
a. Series ajustadas de estacionalidad.

y las perspectivas sobre su evolución futura, un deterioro generalizado, de mayor alcance en los países emergentes que se encuentran en una fase más avanzada del ciclo.

Los mercados financieros internacionales acusaron el aumento de incertidumbre generada por los acontecimientos mencionados, pero, en conjunto, confirmaron una tendencia hacia una gradual estabilización. Persistieron, no obstante, tensiones en los mercados de deuda soberana en algunos países del área del euro, centradas sobre todo en Grecia, Irlanda y Portugal. La solicitud de ayuda financiera por parte del Gobierno portugués a principios de abril y los avances en la recapitalización del sistema bancario irlandés dieron paso a una mejoría, que se vio truncada a mediados de abril por la incertidumbre suscitada en torno a la posibilidad de alguna forma de reestructuración de la deuda griega.

A lo largo del trimestre se dieron pasos importantes en la reforma de la gobernanza europea, reforzándose los elementos institucionales que habían dado muestras de mayor debilidad durante la gestación y posterior desarrollo de la crisis: pacto de estabilidad y de crecimiento; sistema de prevención de los desequilibrios macroeconómicos y mecanismo de resolución de crisis. En concreto, el Consejo Europeo de los días 23 y 24 de marzo refrendó los principios de funcionamiento del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que entrará en vigor en junio de 2013 para la asistencia financiera a los Estados miembros que lo necesiten, sustituyendo a los actuales mecanismos transitorios. El Consejo estableció, asimismo, el denominado Pacto del Euro Plus, que refuerza el compromiso de los Gobiernos del área y de algunos países de la UE con la implementación de políticas más favorecedoras del crecimiento y la estabilidad financiera de la UEM.

En el área del euro, el PIB se aceleró en los meses iniciales de 2011, apoyado en la fortaleza de las exportaciones y el repunte de la inversión y por la reversión de algunos factores transitorios, vinculados principalmente a la climatología adversa, que deprimieron la actividad en los meses finales de 2011. Por países, la brecha entre los que se encuentran en una fase más avanzada del ciclo (Alemania y Francia) y los más rezagados, que todavía no han iniciado la recuperación (Portugal, Irlanda y Grecia), se volvió a ampliar. En el ámbito de los precios se produjo un notable deterioro en la tasa interanual del IAPC, que se situó en el 2,7 % en marzo, motivado, principalmente, por el aumento del precio de la energía. Este último factor ha



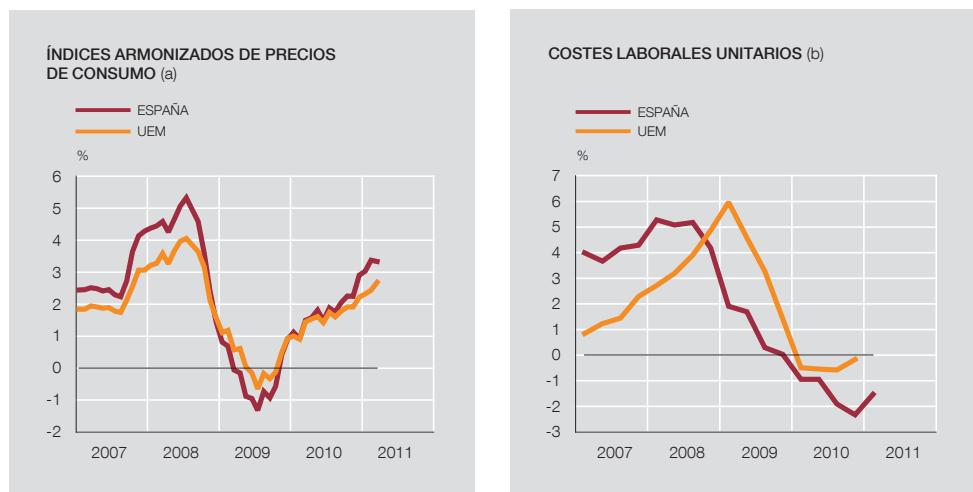
FUENTE: Comisión Europea.

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

supuesto un empeoramiento notable del panorama inflacionista en el corto plazo y ha incrementado los riesgos para la inflación en el medio plazo. En este contexto, el BCE, en su reunión de abril, decidió aumentar los tipos oficiales en 25 pb, hasta situarlos en 1,25 % para las operaciones principales de financiación, nivel en el que permanecieron tras la reunión de su Consejo en mayo.

A lo largo del trimestre España se fue desligando del grupo de países más afectados por las tensiones en los mercados de deuda soberana. La mayor diferenciación en la percepción de los mercados se vio favorecida, entre otras razones, por las nuevas medidas adoptadas para el fortalecimiento de la solvencia de las entidades de crédito españolas y por los avances esbozados en el ámbito de las reformas estructurales, tras la aprobación del Anteproyecto de Ley para reforma de los pensiones. La reducción de la desconfianza se tradujo en una disminución de la rentabilidad de la deuda pública española y de su diferencial respecto al bono alemán a diez años, hasta situarse en torno a los 190 pb, en un recorte de las primas de riesgo crediticio de las sociedades y en una mejora en el acceso de los inversores españoles a la financiación mayorista. No obstante, a mediados de abril, el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana provocó un nuevo repunte de las rentabilidades de los bonos españoles, hasta el 5,3 % a finales de mes, así como una ampliación de los diferenciales con respecto a la referencia alemana, que se situaban en 205 pb. Por su parte, el IBEX 35 se revalorizó durante el primer trimestre en torno a un 7 %, trayectoria que se vio interrumpida en abril por nuevos vaivenes. En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda siguió reduciéndose, a un ritmo interanual del 4,5 %, más acusado que en el trimestre anterior.

Pese a la menor tensión en los mercados de capitales, las condiciones de acceso a la financiación del sector privado residente se tornaron algo más estrictas. Si bien el repunte de los tipos de interés interbancarios tardará algún tiempo en completar su transmisión a los tipos del crédito, las entidades empezaron a trasladar a los márgenes el encarecimiento de sus pasivos, que se produjo como consecuencia de las tensiones en los mercados mayoristas en 2010. En los primeros meses de este año se observó, por tanto, un incremento moderado en los tipos de interés de los préstamos de empresas y hogares. Por su parte, los criterios de concesión de créditos, distintos de los tipos de interés, también se endurecieron ligeramente.



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

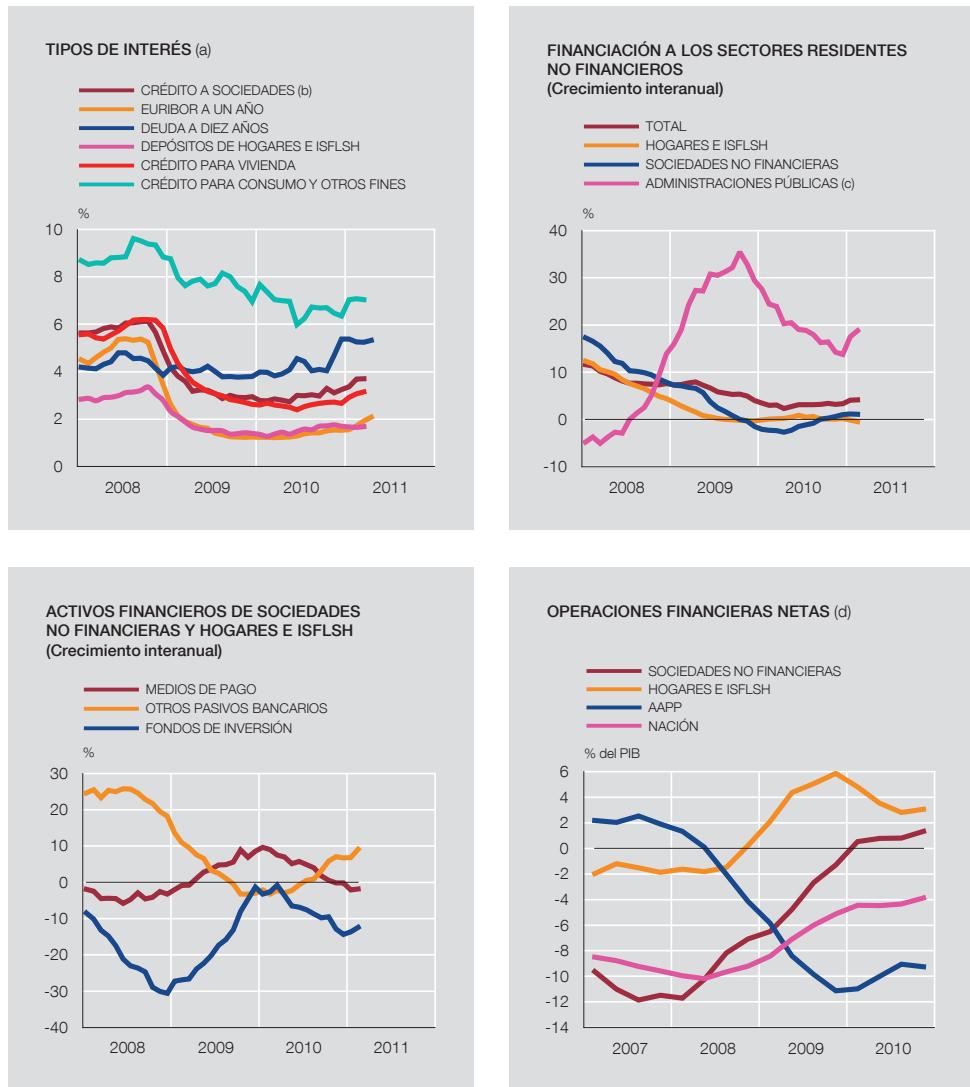
a. Tasas de variación interanual.

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

En estas circunstancias, el gasto de las familias siguió dando muestras de una débil recuperación. La escasa mejoría en la percepción de los hogares sobre la situación económica general, influída por las dificultades del mercado laboral, el retroceso del valor del patrimonio de los hogares y el descenso de su renta están frenando el desarrollo de sus planes de gasto, en un contexto en el que la capacidad de compra de las familias se está viendo mermada adicionalmente por el repunte de la inflación. Por otra parte, el colchón que proporciona el ahorro disponible para financiar el consumo se ha reducido considerablemente tras el rápido descenso que registró a lo largo del año pasado. En conjunto, se estima una tasa de variación intertrimestral del consumo similar a la de los meses finales de 2010, que situaría su tasa de variación interanual en el entorno del 1 %. Cabe esperar que esta pauta de avance moderado continúe en lo que resta de año.

La inversión residencial, por su parte, habría continuado su trayectoria de corrección, aunque con una intensidad decreciente, estimándose un descenso de su tasa interanual próxima al 9 % (-11,4 % en el último trimestre de 2010). La culminación del ajuste pendiente requiere que las transacciones de vivienda retomen una senda más nítida de recuperación, algo que podría verse obstaculizado en los primeros meses de este año por el efecto de compras adelantadas al año anterior ante el cambio en el tratamiento de la adquisición de vivienda en el IRPF. Tampoco ayudarán las perspectivas de aumento del esfuerzo financiero que es necesario comprometer para la adquisición de un inmueble, una vez que los tipos de interés han empezado a repuntar. En este entorno de acusada debilidad del gasto de las familias y de endurecimiento de las condiciones de financiación, el endeudamiento de las familias disminuyó un 0,5 % en términos de su tasa interanual en febrero, en buena medida como consecuencia de la pérdida de vigor de los préstamos para adquisición de vivienda, aunque el crédito al consumo también se contrajo.

La inversión empresarial mostró ritmos de avance también moderados, similares a los del trimestre precedente, a pesar de que la mejora de la posición patrimonial de las sociedades no financieras, fruto del incremento del ahorro empresarial en el último año, podría haber favorecido un mayor dinamismo de este componente de la demanda interna. Con todo, se aprecia una mayor fortaleza relativa de la inversión en equipo, posiblemente vinculada a cierta reactivación de la actividad industrial, mientras que la inversión en construcción no residencial se estaría viendo ralentizada por el efecto de los planes de austeridad fiscal sobre los proyectos



FUENTE: Banco de España.

- a. En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines, como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.
- b. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- c. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d. Datos acumulados de cuatro trimestres.

que se realizan en colaboración con las AAPP, principalmente en infraestructuras. El endeudamiento de las empresas también se situó en valores reducidos, pero dentro de tasas de variación positivas (1,1 % en términos de la tasa de variación interanual en febrero); con la información disponible hasta diciembre, la evolución por ramas productivas fue desigual, observándose acusados descensos en la financiación de las actividades de construcción y de servicios inmobiliarios, frente a una cierta reactivación en los recursos que se proporcionan al resto de servicios y a la industria.

La actuación de las AAPP siguió marcada por el proceso de ajuste fiscal, que se está dejando sentir tanto en la trayectoria de los ingresos (donde cabe destacar el buen compor-

tamiento de la recaudación por IVA, debido en parte al efecto de la subida de los tipos impositivos en julio del año pasado) como de los gastos, donde para el Estado se observan recortes sustanciales en las compras de bienes y servicios e inversiones reales (no se cuenta todavía con la información del gasto de las CCAA). A tenor de las proyecciones macroeconómicas publicadas por el Banco de España en marzo, este conjunto de información resulta en principio coherente con el logro, al final del año, de un déficit para el conjunto de las AAPP en el entorno de la estimación oficial para 2011 (6% del PIB). Desde el punto de vista de la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, resulta crucial la rápida puesta en marcha de las reformas que contempla el Anteproyecto de ley de reforma del sistema público de pensiones, aprobado en enero.

El Gobierno publicó el pasado 29 de abril una nueva Actualización del Programa de Estabilidad, que comprende el período 2011-2014. El Programa confirma la senda de consolidación presupuestaria hasta 2013, ya conocida, año en el que el déficit de las AAPP se situaría en el 3% del PIB y en el que la ratio de deuda pública se estabilizaría ligeramente por debajo del 70% del PIB. Asimismo, presenta el objetivo de déficit para 2014, que se cifra en el 2,1%, proyectándose una reducción de la deuda pública hasta el 68,9% del PIB.

Por lo que se refiere a la demanda exterior, el dinamismo de las exportaciones de bienes y la notable recuperación del turismo subyacen al fortalecimiento de este componente de la demanda. Por su parte, las compras al exterior avanzaron a un ritmo lento, en consonancia con la debilidad de la demanda interna. Es claro que una parte de la mejora de las exportaciones netas obedece al esfuerzo de diversificación que están realizando las empresas españolas en el exterior, así como al incremento de la calidad y de la competitividad de la oferta turística. Pero, al mismo tiempo, se está beneficiando de factores de naturaleza más transitoria que pueden terminar perdiendo fuerza, como son la extraordinaria intensidad de los flujos del comercio internacional o la recomposición de los flujos internacionales de turistas hacia España que está provocando la inestabilidad política en destinos turísticos situados en el Norte de África y en Oriente Próximo. Para asegurar la continuidad de este proceso se ha de perseverar en las estrategias de creciente penetración en mercados exteriores y de mejoras en la productividad, tanto más necesarias cuando es preciso alcanzar nuevos avances en la reducción de las necesidades de financiación de la nación en un entorno en el que los precios del petróleo se mantendrán probablemente en niveles elevados durante algún tiempo y en el que el recorrido bajista del saldo negativo de las rentas de inversión se ha reducido significativamente.

Por el lado de la oferta, el rasgo más destacado del trimestre fue la recuperación de un cierto tono de la actividad industrial, apoyada en la fortaleza de las exportaciones, después de un largo período de crecimiento exiguo. El valor añadido de las ramas de servicios, más resistente durante la etapa recesiva, volvió a mostrar ritmos de crecimiento positivos, aunque dentro de una trayectoria de acusada atonía, que está en línea con la debilidad de la demanda interna y, en particular, con la del consumo. Por último, la actividad en el sector de la construcción siguió retrocediendo, a ritmos similares a los de los trimestres anteriores, como consecuencia del creciente peso que la construcción no residencial, afectada por el plan de consolidación fiscal, está tomando en el ajuste del sector. El modesto avance del valor añadido de la economía de mercado fue de nuevo insuficiente para generar empleo en términos netos, estimándose una caída de la ocupación para este sector del 1,5%, algo más reducida que la del trimestre previo. Transcurridos tres años desde que se iniciara este largo episodio de destrucción de empleo, los ajustes de plantilla siguen desempeñando, por tanto, un papel muy relevante en los avances de la productividad, relegando a segundo término otros factores que deberían estar jugando un papel más activo en esta fase del ciclo. Todo ello revela la existencia de rigi-

deces estructurales que están complicando el ajuste de la economía española hacia un modelo de crecimiento menos basado en la construcción.

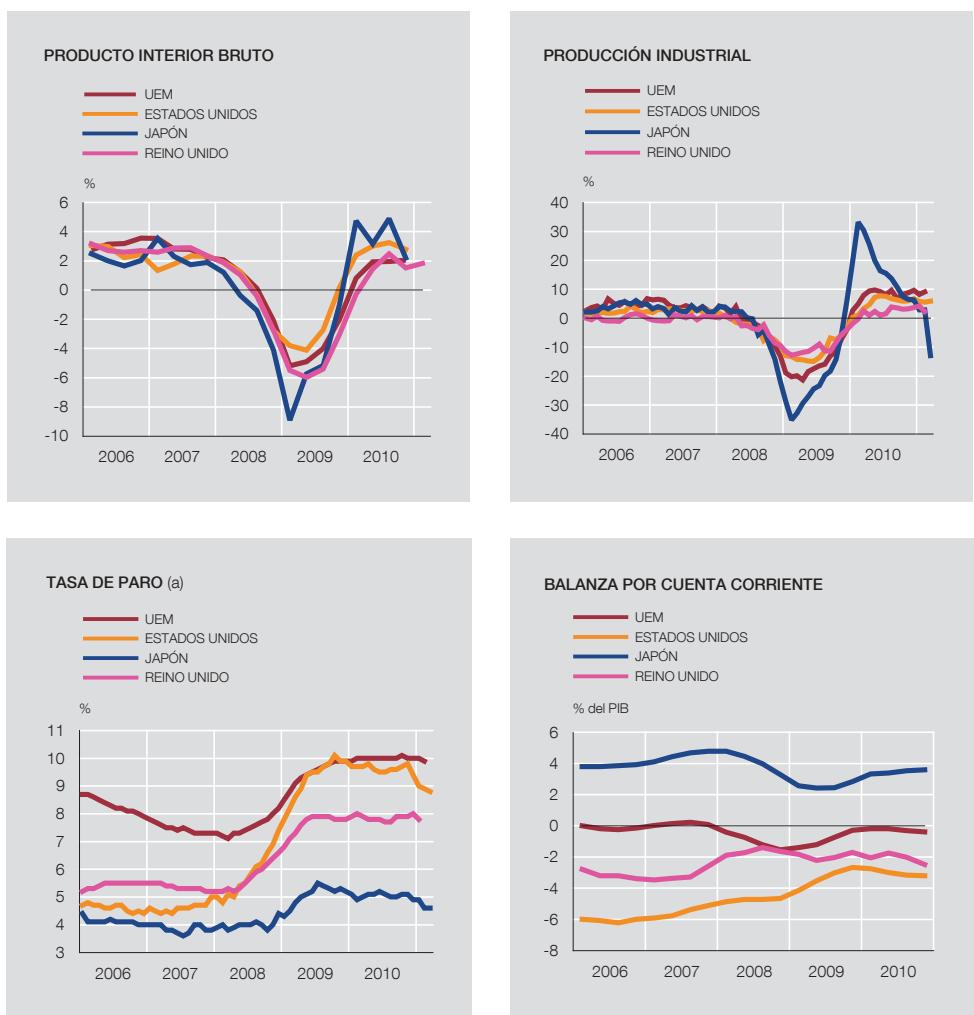
La existencia de estas rigideces está incidiendo, también negativamente, al menos de forma temporal, sobre la evolución de los costes laborales y la inflación, como ya se ha señalado. Todavía es pronto para extraer conclusiones firmes sobre el impacto de las tarifas negociadas en los convenios firmados en los primeros meses del año sobre los costes laborales. Hay que tener en cuenta que se trata de un número muy reducido de convenios, que son, por otra parte, los que están más estrechamente ligados a la inflación reciente. Con todo, el crecimiento del 3,1 % de las tarifas hasta marzo (frente a un 1,4 % pactado en 2010) resulta excesivo, dada la atonía del mercado laboral a la que se ha aludido. De hecho, se estima que el ritmo de expansión interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado se incrementó en torno a un 1,5 % en el primer trimestre, moderando los descensos que venían registrándose en los costes laborales unitarios. La dinámica salarial descrita resulta suficientemente ilustrativa de los problemas que comporta la pervivencia de cláusulas de salvaguarda contra la inflación en situaciones de intenso repunte de los precios como las actuales; dichas cláusulas alimentan la generación de efectos de segunda vuelta, que tienden a complicar la consecución de ganancias de competitividad y la generación de empleo, necesarios para potenciar una recuperación más sólida.

A pesar de las importantes perturbaciones ocurridas a lo largo del trimestre, los mercados financieros internacionales pudieron absorberlas sin graves alteraciones y la evolución de la economía mundial resultó relativamente favorable. Por un lado, los problemas de la deuda soberana de la UEM solo incidieron transitoriamente en los mercados financieros, fuera de los países directamente afectados por la crisis. La incidencia de las tensiones geopolíticas en los países árabes se limitó a los mercados de la zona en conflicto, aunque, en el terreno global, reforzaron la tendencia al alza del precio del crudo. Por último, el terremoto de Japón —con la crisis nuclear subsecuente— tuvo efectos significativos, pero breves, sobre las principales cotizaciones. Por otro lado, se observaron signos de consolidación de la recuperación en las economías desarrolladas, con avances en la demanda privada, aunque con apoyos todavía importantes de las políticas económicas. En este contexto, se vislumbra un cambio de ciclo hacia la normalización gradual de las políticas económicas, que no está exento de riesgos. Así, a medida que en las economías avanzadas parece asentarse la recuperación, las preocupaciones en torno a la inflación comienzan a ganar importancia relativa, y se va perfilando un endurecimiento progresivo de las condiciones monetarias en un horizonte más o menos próximo. Además, el reciente cambio de la clasificación de la deuda estadounidense a una perspectiva negativa refuerza la necesidad de abordar la consolidación fiscal en ese país. Por su parte, las economías emergentes siguieron registrando presiones inflacionistas e indicios de sobrecalentamiento, al tiempo que persistían las tendencias a la apreciación y a las entradas de capitales, materializadas en valores de renta fija —y, en abril, también en acciones—, por lo que el dilema de política monetaria al que se enfrentaron estas economías en el pasado ejercicio sigue vigente.

Los mercados financieros internacionales han respondido en mayor medida a los datos positivos sobre la evolución económica —principalmente, en Estados Unidos— que a las perturbaciones negativas antes citadas. En el conjunto del trimestre, las bolsas de las principales economías desarrolladas mostraron ganancias y la volatilidad disminuyó, si bien el índice Nikkei registró pérdidas en torno al 15% en los días posteriores al terremoto, que recuperó más tarde en gran medida. En los mercados cambiarios, el dólar se depreció frente al euro desde niveles próximos a 1,35 dólares por euro, hasta superar los 1,45 dólares. La divisa japonesa, que tras el seísmo alcanzó máximos que provocaron la acción coordinada del G 7 y del Banco de Japón en los mercados cambiarios, ha cotizado con elevada volatilidad y se sitúa en estos momentos en torno a 82 yenes por dólar. La rentabilidad del bono del Tesoro americano a diez años apenas registró cambios significativos en el trimestre, a pesar de la mejora de las perspectivas de crecimiento, los riesgos de inflación o la mayor preocupación por la situación fiscal, en especial tras la revisión a la baja en las perspectivas de la deuda anunciada por la agencia de calificación crediticia S&P. En los mercados emergentes se apreció una ampliación de los diferenciales soberanos, con episodios de volatilidad, derivada de las tensiones en los países árabes y del terremoto japonés. Se observó también una retirada sostenida de los flujos de capital más volátiles (acciones) hasta el inicio de abril, que provocó retrocesos en las bolsas, con una posterior recuperación en ambos. Por otro lado, se prolongó la trayectoria alcista de los precios de las materias primas, impulsada por la fortaleza de la demanda procedente, sobre todo, de economías emergentes. En el caso del petróleo, la inestabilidad en los países de Oriente Medio y del norte de África agravó los temores a recortes en la oferta, y el precio del barril de petróleo Brent ha superado los 120 dólares. La repercusión potencial de esta subida sobre el dinamismo de la demanda contribuyó a que los precios de metales y alimentos moderaran su alzas desde mediados de febrero.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

En Estados Unidos, la estimación de avance del PIB del primer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1,8% (2,3% interanual), frente al 3,1% del cuarto trimestre, como resultado de las menores contribuciones del consumo privado y de las exportaciones netas y de la contracción del gasto público, a pesar de que la variación de existencias volvió a contribuir positivamente al crecimiento. Los indicadores de oferta más recientes muestran señales positivas, siendo algo más débiles por el lado de la demanda. Asimismo, el mercado de la vivienda continúa mostrando síntomas de debilidad, a pesar de los avances observados de marzo, al tiempo que los precios han seguido descendiendo. El mercado laboral constituye la nota más positiva del trimestre, al elevarse el ritmo de creación de empleo hasta los 159.000 empleos al mes, en promedio del trimestre, al tiempo que la tasa de paro se redujo desde el 9,4% de la población activa, en diciembre, hasta el 8,8%, en marzo. La inflación, medida por el IPC, se ha elevado del 1,5% interanual en diciembre, al 2,7% en marzo, si bien la tasa subyacente lo ha hecho del 0,8% hasta el 1,2%. En este contexto, la Reserva Federal ha mantenido el tono expansivo de su política, dejando el tipo de interés oficial en el rango del 0% al 0,25%, y confirmando su compromiso de finalizar las compras de bonos del Tesoro por una cuantía de 600 mm de dólares, así como de reinvertir los fondos procedentes de vencimientos de los activos en su poder. En el plano fiscal, en febrero se presentó el Anteproyecto para la Ley de Presupuestos del año fiscal

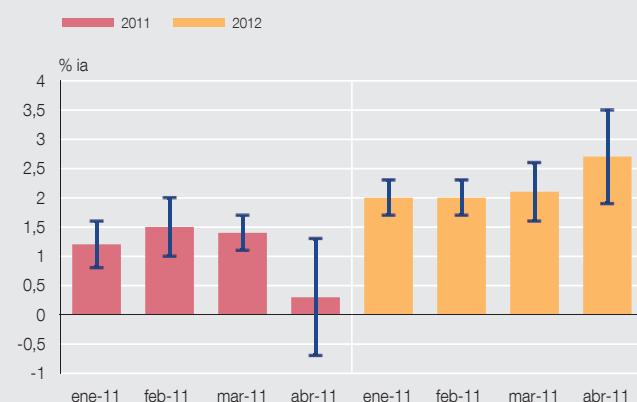
El terremoto que asoló el noreste de Japón el pasado 11 de marzo y sus graves consecuencias, además de suponer una tragedia humana de enormes dimensiones —en torno a 27.000 personas muertas o desaparecidas—, ha significado un duro golpe para la incipiente recuperación económica del país. Este recuadro ofrece una valoración del impacto económico de este suceso, revisando los principales canales de transmisión sobre la economía japonesa y, más en general, sobre la actividad a escala global.

Las primeras estimaciones del Gobierno japonés apuntan a una destrucción de stock de capital por un valor que oscilaría entre 16 y 25 billones de yenes (lo que equivale a un rango de entre el 3,3% y el 5,2% del PIB). La elevada incertidumbre —principalmente, derivada de la grave situación de la central nuclear de Fukushima— dificulta enormemente la cuantificación del impacto sobre la actividad económica. A diferencia de otros episodios anteriores de desastres naturales —como el seísmo que afectó a la región de Kobe en 1995—, en los que, en general, se observó una breve interrupción de la actividad, seguida por un rebote de la misma, asociado a las tareas de

reconstrucción, en esta ocasión se espera un impacto más prolongado y de mayor intensidad. Las previsiones de crecimiento para 2011 (según el panel del *Consensus Forecast*) se han reducido en torno a 1 pp en media —apreciándose también un incremento notable de la dispersión (véase gráfico 1)—, hasta un promedio del 0,3% anual, mientras que las previsiones para 2012 se han revisado al alza por el impacto de las actividades de reconstrucción, aunque también hay una notable incertidumbre.

En el ámbito de los efectos sobre la economía japonesa, pueden distinguirse los que inciden sobre la oferta o capacidad productiva y aquellos que operan a través de la demanda. Respecto al impacto sobre la oferta, el agravamiento de los problemas nucleares y las restricciones en las plantas de generación de energía (en torno al 25% del total en la región de Tokio) han mermado la capacidad productiva de las empresas (entre ellas, las automovilísticas, electrónicas, químicas y del acero), viéndose muchas de ellas obligadas a cerrar sus plantas durante varias semanas. Además, según estimaciones de la empresa energética TEPCO —que es la propietaria de la

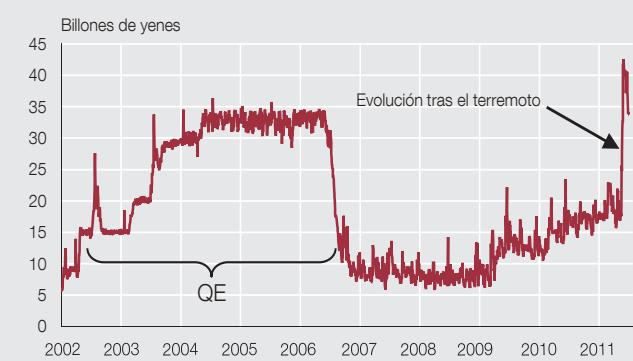
1 EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN JAPÓN (CONSENSUS)



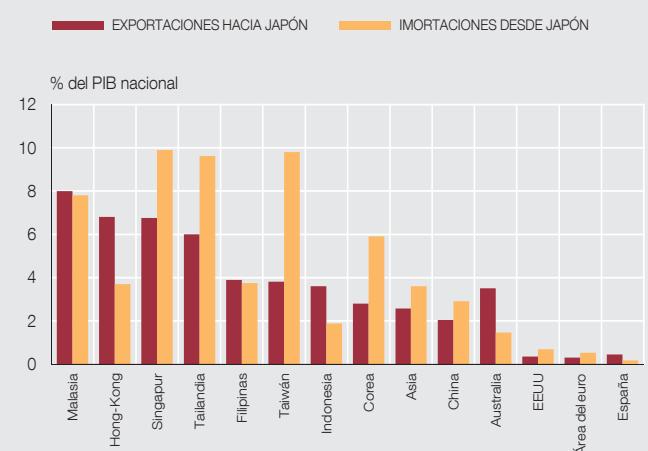
2 EVOLUCIÓN DE LA BOLSA TRAS EL TERREMOTO (a)



3 DEPÓSITOS CORRIENTES EN EL BANCO DE JAPÓN



4 EXPOSICIÓN COMERCIAL CON JAPÓN



FUENTES: Datastream y Banco de Japón.

a. Escala en meses, donde t = 0 representa el día del terremoto.

planta nuclear afectada—, los problemas eléctricos podrían extenderse hasta el inicio del verano. En este sentido, se estima que cada mes de oferta restringida de electricidad podría reducir el crecimiento anual del PIB en 0,2 pp, aunque este efecto podría amplificarse a través de los cortes en la cadena de producción, como ya empieza a observarse en determinadas industrias.

Por el lado de la demanda, el elevado grado de incertidumbre y la destrucción de riqueza han motivado un abrupto deterioro del sentimiento de los hogares y de las empresas, mayor que el observado en episodios anteriores de crisis. Acorde con esto y con los problemas experimentados por los sistemas de distribución, los primeros datos cualitativos posteriores al seísmo avanzan una disminución del consumo —en particular, de los bienes de ocio (sobre todo, del turismo) y de lujo—, si bien el aprovisionamiento de alimentos por parte de los hogares ha podido mitigar parcialmente este deterioro. Al mismo tiempo, parece probable que, en este contexto de incertidumbre, las empresas pospongan parte de los planes de inversión. Por el contrario, se espera que el empuje de la inversión para reconstruir el stock de capital devastado impulse la recuperación de la demanda a partir del segundo semestre de 2011.

Estos factores —en particular, la elevada incertidumbre asociada a los problemas nucleares— parecen explicar la mayor reacción de los mercados bursátiles en relación con la observada en episodios anteriores (véase gráfico 2). Así, el índice Nikkei retrocedió más de un 15 % en los días posteriores al terremoto y el yen se apreció un 5 % frente al dólar, ante los riesgos de repatriación de capitales para hacer frente a las necesidades de financiación del coste de la reconstrucción, y también por un cierto efecto anticipación, dada la experiencia del episodio anterior. Sin embargo, la intervención coordinada del G 7 en los mercados cambiarios logró revertir esas evoluciones, apreciándose posteriormente una estabilización del yen y una recuperación parcial de las bolsas.

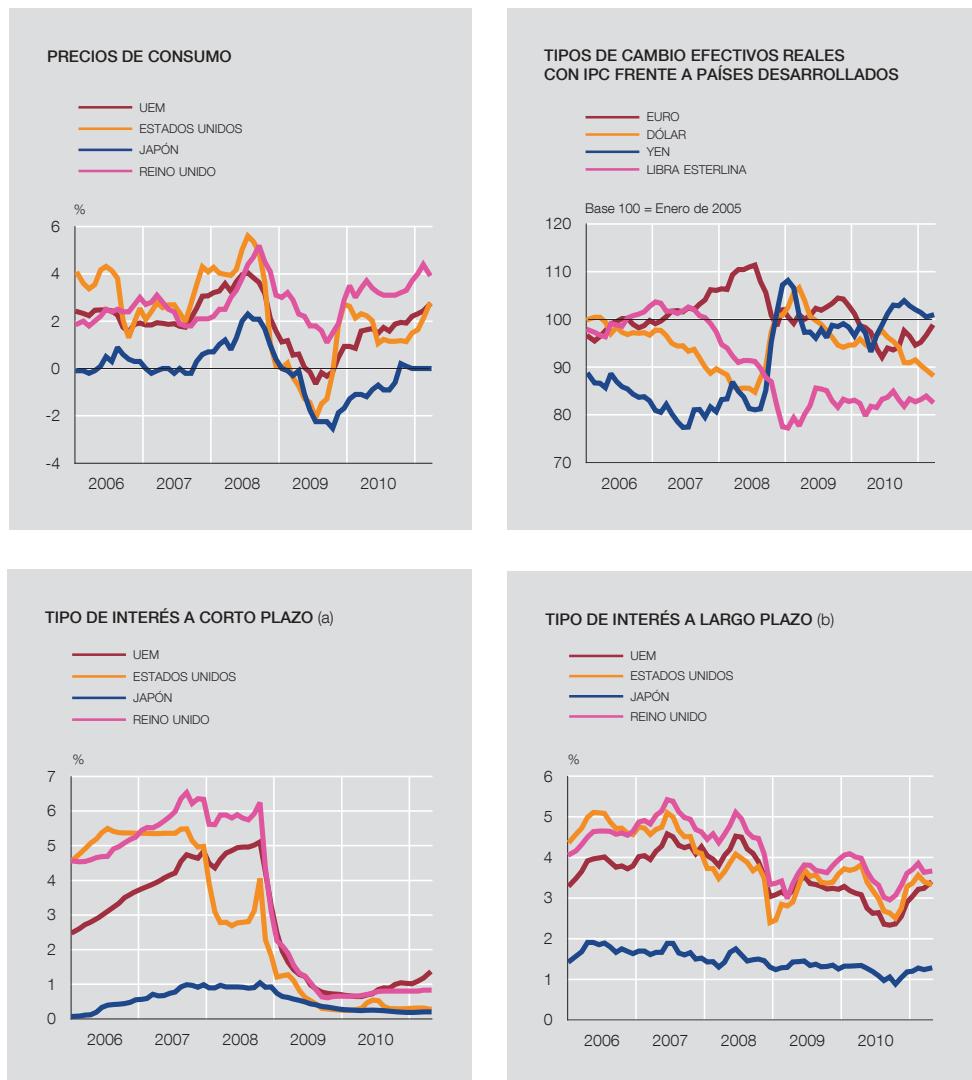
En este contexto, se produjo una respuesta rápida y decidida del Banco de Japón, que llevó a cabo numerosas inyecciones de liquidez en los mercados monetarios ofreciendo fondos a muy corto plazo, lo cual se tradujo en un incremento notable de su balance (que llegó a suponer el 5 % del PIB), superando el volumen alcanzado en la etapa de expansión cuantitativa en el período 2002-2006 (véase gráfico 3). Asimismo, el Banco de Japón amplió el programa de compra de activos de 5 a 10 billones de yenes (de un 1 % hasta un 2 % del PIB) para hacer frente al incremento de la aversión al riesgo en los mercados financieros y al deterioro de la confianza tanto de los consumidores como de las empresas. Además, aprobó una nueva facilidad de crédito con colateral —préstamos de una duración de un año, a un tipo del 0,1 %—, para proveer fondos a instituciones financieras de las zonas afectadas por el desastre, con un monto total de 1 billón de yenes (0,2 % del PIB). En el terreno fiscal, el Gobierno ha elaborado un primer presupuesto suplementario para cubrir los gastos de reconstrucción, por valor de 4 billones de yenes (0,9 % del PIB), y se espera que se apruebe otro de mayor cuantía en los próximos meses. Dado el deterioro de las finanzas públicas japonesas, este nuevo estímulo fiscal supone un riesgo adicional, ya que podría acentuar las dudas sobre la sostenibilidad de las mismas y presionar al alza los tipos de interés.

El principal mecanismo de transmisión a la economía global de los acontecimientos de Japón es el canal comercial, aunque se espera que su impacto directo sea limitado, con la excepción de algunas economías de Asia emergente con las que los lazos comerciales son mayores (véase gráfico 4). Sin embargo, el destacado papel de Japón como proveedor global de ciertos bienes intermedios —en particular, los relacionados con las industrias química, automovilística y de alta tecnología— podría amplificar este efecto a través de las posibles interrupciones de las cadenas de producción global de manufacturas: por ejemplo, Japón produce cerca del 50 % de las piezas de automóvil importadas por China y Estados Unidos. La dimensión de este efecto está relacionada con la duración de las restricciones de la capacidad productiva en Japón, con el volumen de existencias de esos bienes intermedios —que actúa como colchón ante una posible falta de suministro— y con la capacidad de sustitución por otros proveedores —lo cual podría repercutir positivamente en una mayor demanda de las empresas competidoras en otros países—.

Otro posible canal de transmisión a escala global es el asociado a los cambios en los flujos de capital, dada la elevada posición acreedora neta de la economía japonesa respecto al resto del mundo (52,9 % del PIB). En esta línea, el principal riesgo estriba en una repatriación significativa de capitales o en una menor salida de capitales japoneses al exterior —en particular, de las empresas aseguradoras, si bien gracias al reaseguramiento parcial del Gobierno su carga es menor—, para financiar las tareas de reconstrucción, lo cual presionaría al alza la evolución del yen. Sin embargo, a pesar de las expectativas, hasta la fecha la evidencia de que se hayan producido efectivamente esos movimientos es escasa.

Por otra parte, los mercados financieros internacionales han resistido bastante bien hasta la fecha a esta perturbación. Sin embargo, en un contexto de incipiente recuperación económica y de persistencia de otras fuentes de inestabilidad, como las tensiones geopolíticas en los países de Oriente Próximo o los problemas de la deuda soberana en el área del euro, una prolongación y, un agravamiento de la situación en Japón —en particular, de la crisis nuclear— podrían acabar desencadenando una mayor aversión al riesgo de los agentes económicos a escala global.

Por último, el desastre natural puede acentuar las tensiones en el mercado de petróleo (siendo Japón el tercer país por volumen de importaciones de crudo) y las repercusiones sobre la confianza en la seguridad de la energía nuclear. Así, pese a que la contracción de la actividad puede reducir la demanda de petróleo en el muy corto plazo, tanto la actividad de reconstrucción como los problemas de generación de energía han llevado a la Agencia Internacional de la Energía a revisar al alza las previsiones de demanda de petróleo en Japón para el conjunto de 2011 (en 0,15 millones de barriles por día). Este impacto podría ser sustancialmente superior si los acontecimientos recientes se traducen en una revisión de la estrategia nuclear del país —e incluso a escala global— que acabe repercutiendo sobre los precios de la energía, intensificando la tendencia al alza observada desde mediados de 2009.

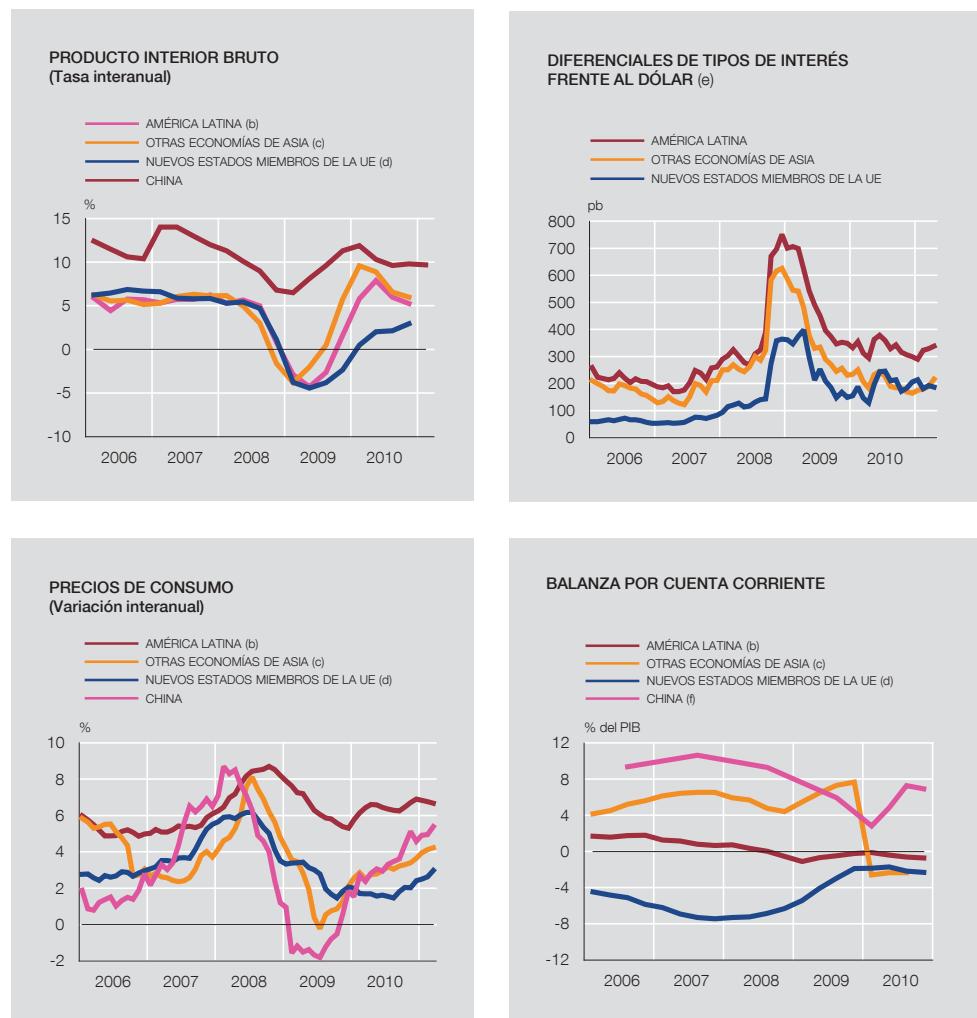


FUENTE: Banco de España.

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

2012, incorporando el paquete expansivo aprobado en diciembre, si bien en abril se ha anunciado una propuesta de medio plazo para consolidar las cuentas públicas en 12 años.

En Japón, el PIB cayó un 0,3% trimestral en el cuarto trimestre de 2010 (+2,2% interanual), debido a la contracción del consumo privado y al deterioro de las exportaciones. Los indicadores del primer trimestre previos al terremoto del 11 de marzo apuntaban a una mejoría de la actividad, pero las graves consecuencias de este evento han supuesto un brusco freno a la recuperación, al restringir la capacidad de producción de las empresas y repercutir negativamente en el sentimiento de los agentes económicos (véase recuadro 1). La producción industrial se contrajo un 15% en marzo —afectando principalmente al sector automovilístico—, lo cual repercutió negativamente en la evolución de las exportaciones (que cayeron un 7,7%); por el lado de la demanda, las ventas al por menor cayeron un 7,8%. Además, los indicadores cualitativos de abril avanzan un mayor deterioro de la actividad. En el mercado laboral, la tasa de paro se redujo tres décimas en el conjunto del trimestre, hasta el 4,6%, si bien el empleo revirtió en marzo su tendencia alcista, como consecuencia del parón de la actividad. Por su parte, los precios de consumo registraron en marzo un crecimiento nulo y la tasa de inflación subyacente se situó en



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

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

el $-0,7\%$. Tras el seísmo, el Banco de Japón actuó decididamente ofreciendo una amplia cantidad de liquidez a corto plazo, e intervino en los mercados cambiarios dentro de una acción coordinada del G 7, como ya se ha señalado. Por último, el Gobierno elaboró un primer presupuesto suplementario para financiar los gastos de reconstrucción por valor de 4 billones de yenes ($0,9\%$ del PIB) y se espera que se apruebe otro de mayor cuantía a mediados de año.

En Reino Unido, el PIB creció un $0,5\%$ intertrimestral ($+1,8\%$ interanual) en el primer trimestre de 2011, según la estimación preliminar, tras la contracción del $0,5\%$ ($+1,5\%$) registrada el trimestre anterior. Los indicadores muestran que la suave expansión de la actividad en los primeros meses del año ha venido impulsada por la producción manufacturera y por el tirón de las exportaciones, y, en menor medida, por los servicios. Por el contrario, los indicadores de demanda nacional —como las ventas al por menor y la confianza de los consumidores— siguen mostrando cierta atonía, lastrados por el plan de ajuste fiscal y la merma de poder adquisitivo de las familias. La

actividad en el mercado inmobiliario está estancada y el precio de la vivienda se ha estabilizado. El mercado laboral mostró cierta mejoría hasta febrero: la tasa de paro se redujo una décima (7,8%), al tiempo que el empleo creció de forma significativa, mientras que se mantuvo la moderación salarial. En marzo, la inflación se redujo cuatro décimas, hasta el 4%, y la tasa subyacente se situó en el 3,2%, si bien el Banco de Inglaterra, que considera que esta elevada inflación refleja efectos transitorios, ha mantenido el tipo de interés oficial en el 0,5%, supeditando el endurecimiento de su política a la consolidación de la recuperación. Finalmente, el Gobierno presentó el Presupuesto de 2011, en línea con el patrón de consolidación fiscal anunciado en 2010.

En el conjunto de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB aumentó, en promedio, un 2,9% interanual en el cuarto trimestre, superior al 2,3% del tercer trimestre, dejando el crecimiento de la región en 2010 en el 1,9%. Aunque la mejoría fue generalizada y se apoyó en el creciente dinamismo de las exportaciones y de la producción industrial, hay diferencias notables por países, destacando la sólida recuperación de Polonia, frente a la débil situación que atraviesa Rumanía. A lo largo del trimestre, la inflación tuvo un comportamiento heterogéneo, si bien repuntó en la mayoría de países en los dos últimos meses, alcanzando en promedio el 4,4% interanual en marzo. Las crecientes presiones inflacionistas propiciaron un aumento de 25 pb en el tipo de interés oficial de Polonia, hasta el 4%, mientras que en el resto de países se mantuvo inalterado. Por último, en el ámbito fiscal, en 2010 se registraron una mejora de los saldos públicos —salvo en Polonia— y un deterioro de la deuda bruta. El déficit público se situó, en promedio, en el 6,7% del PIB, y la deuda bruta, en el 47,7%.

En China el PIB registró un crecimiento del 2,1% intertrimestral (9,7% interanual) en el primer trimestre de 2011, manteniendo un sólido ritmo de expansión pese al tensionamiento de la política monetaria. La inflación alcanzó el 5,4% en marzo (muy por encima del objetivo del 4%), mientras que el mercado inmobiliario está ajustándose de forma tímida. En este contexto, las autoridades incrementaron los tipos de interés de referencia dos veces en el trimestre (cuatro desde octubre pasado) y cuatro veces el coeficiente de reservas bancarias, al tiempo que ampliaron las medidas para enfriar el mercado de la vivienda. En el resto de Asia, la expansión económica continuó a ritmos elevados en el cuarto trimestre de 2010, con un crecimiento promedio del 6,9% interanual (7,8% en el conjunto de 2010), mientras que la inflación se elevó de forma gradual y casi general a lo largo del trimestre, hasta situarse en el 6,7% en marzo, reflejando crecientes presiones tanto de los precios de alimentos y de energía como, en algunos casos, del propio dinamismo de la actividad. Las políticas monetarias tardaron en adoptar un tono más restrictivo, en parte por el temor a favorecer mayores entradas de capitales, pero el ascenso de la inflación acabó forzando un endurecimiento monetario generalizado.

En América Latina, el PIB aumentó un 1,2% en términos trimestrales en el cuarto trimestre, el doble que en el tercero, dejando la tasa interanual en el 5,3%. El avance del PIB en 2010 fue del 6,3%, casi dos puntos por encima de la media de los cinco años previos a la crisis, impulsado principalmente por la demanda interna. Los indicadores correspondientes al primer trimestre apuntan al mantenimiento del dinamismo observado a finales de 2010. La inflación del área se situó en marzo en el 6,7%, y las expectativas de inflación han repuntado en Brasil, Chile y Perú, de modo que todos los bancos centrales de la región con objetivos de inflación, salvo México, elevaron los tipos oficiales a lo largo del trimestre; en Perú, también se incrementaron los coeficientes de caja, mientras que en Brasil se amplió la base imponible del impuesto sobre las transacciones financieras. En el ámbito fiscal, los saldos públicos en la región tendieron a estabilizarse, aunque el gasto primario ha seguido creciendo a tasas elevadas. Por último, las agencias de calificación elevaron el *rating* de la deuda soberana de Brasil (*Fitch*, hasta BBB, la misma calificación que México). En el «Informe semestral de economía latinoamericana: primer semestre de 2011», en este mismo Boletín, hay información más detallada sobre el comportamiento reciente de las economías de la región.

A pesar del contexto de moderada recuperación económica en el conjunto del área del euro, la crisis de deuda soberana que afecta a algunos países continuó durante el primer cuatrimestre de 2011. A diferencia de lo ocurrido en el pasado, durante la mayor parte de este período las turbulencias se mantuvieron relativamente acotadas a Grecia, Irlanda y Portugal, sin apenas repercusión sobre otros mercados financieros del área. La solicitud a principios de abril de asistencia financiera por parte de Portugal, tras la convocatoria de elecciones generales ante la falta de apoyo parlamentario a las nuevas iniciativas de ajuste fiscal, y los avances en la restructuración del sistema bancario irlandés permitieron una cierta relajación de las tensiones. Sin embargo, esta tendencia se truncó a mediados de abril y los diferenciales soberanos volvieron a elevarse, esta vez de una manera más generalizada y afectando en particular a España. Aunque siempre es complejo identificar qué factores explican rebrotes de las tensiones como este, la secuencia temporal de los acontecimientos parece apuntar que una mayor preocupación por la posibilidad de una restructuración de la deuda pública griega ha podido desempeñar un papel relevante. Adicionalmente, las dificultades para formalizar la asistencia a Portugal derivadas de la compleja situación política en el país y una mayor incertidumbre sobre el desarrollo de los procesos de ratificación parlamentaria de los compromisos adoptados por los Gobiernos del área en relación con los mecanismos de apoyo financiero a los países en dificultades han podido contribuir también a alimentar las dudas de los inversores. Estos episodios vuelven a poner de manifiesto la necesidad de profundizar en la doble estrategia de, por un lado, consolidación fiscal y reformas estructurales en los países que se han revelado como más vulnerables y, por otro, fortalecimiento de los mecanismos de gobernanza del conjunto del área.

La cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de la UEM del 11 de marzo estableció los principios de funcionamiento del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que entrará en vigor en junio de 2013 para la asistencia financiera a los Estados miembros que lo necesiten, sustituyendo a los actuales mecanismos transitorios. Respecto a estos, se acordó ampliar la capacidad de financiación efectiva de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), aunque los detalles concretos se posponen hasta junio, y se rebajó en un punto el tipo de interés aplicado en los préstamos a Grecia. Todos estos acuerdos fueron refrendados por el Consejo Europeo de 24 y 25 de marzo, donde también se estableció el denominado Pacto del Euro Plus, que refuerza el compromiso de los Gobiernos del área y de algunos países de la UE con la implementación de políticas más favorecedoras del crecimiento y la estabilidad financiera de la UEM. Finalmente, las propuestas legislativas de reforma de la gobernanza (relativas a la reforma del PEC y de sus mecanismos sancionadores, al establecimiento del procedimiento de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y a la directiva de marcos fiscales) han pasado a ser discutidas en el Parlamento Europeo, que tiene de plazo hasta junio para ofrecer su conclusión final (véase recuadro 2).

Con este trasfondo, la información coyuntural disponible es compatible con un dinamismo del PIB del área del euro en el primer trimestre del año algo mayor que el de los últimos meses de 2010, sustentado en el impulso del sector exterior, el estímulo de la política monetaria y la reversión de algunos de los factores transitorios que deprimieron la actividad en el tramo final del pasado ejercicio. Más a medio plazo, las proyecciones disponibles plantean un escenario en el que la recuperación de la actividad seguirá afianzándose durante el año en curso y el siguiente, apoyada en el avance de la demanda externa y en la progresiva normalización de la situación financiera. No obstante, este escenario se encuentra sujeto a una gran

Desde la primavera de 2010 la Unión Europea ha venido afrontando un proceso de reforma de la gobernanza, que afecta de forma particular a la manera en que se articulan los procesos de vigilancia y coordinación de las políticas económicas nacionales en el seno de la UEM y al establecimiento de mecanismos de asistencia financiera que garanticen la estabilidad financiera de la zona del euro. Los avances más recientes incluyen, primeramente, el inicio del Semestre Europeo, donde por primera vez quedan integrados todos los elementos de vigilancia económica de la UEM y que concluirá con el establecimiento de recomendaciones específicas para cada país en el Consejo Europeo de junio. También se ha concretado el nuevo instrumento permanente para la asistencia financiera, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), y se ha llegado a un acuerdo general sobre los principios básicos de las seis propuestas legislativas presentadas por la Comisión y discutidas por el Grupo Especial de Trabajo de Van Rompuy. Se espera que en junio de 2011 el Parlamento Europeo apruebe esta reforma de la gobernanza, para lo que es necesario avanzar todavía en algunos detalles específicos de estos acuerdos. Por último, como novedad se diseñó y se aprobó el Pacto del Euro Plus, para mejorar el mecanismo de coordinación de políticas económicas.

En enero de 2011 se inició, sobre la base del Informe Anual de Crecimiento publicado por la Comisión, el Semestre Europeo de coordinación ex ante de la política presupuestaria y económica. Por primera vez, los países están elaborando de manera simultánea sus Programas Nacionales de Reforma, que deberán especificar medidas orientadas a alcanzar los objetivos y directrices de Europa 2020, y sus Programas de Estabilidad y Crecimiento, que contendrán las medidas que se incorporarán en los respectivos Presupuestos Nacionales de 2012 y los planes de consolidación fiscal a medio plazo, detallando la estrategia para alcanzar estos objetivos. Estos planes se discutirán a lo largo de mayo y junio y finalizarán con el establecimiento de recomendaciones de política económica específicas para cada país en el Consejo Europeo de junio. Todo este proceso permitirá reforzar las sinergias y evitar inconsistencias entre las políticas nacionales.

El Consejo Europeo de marzo de 2011 aprobó la creación del nuevo MEDE y una modificación limitada del Tratado de la UE para que el Mecanismo tenga seguridad jurídica plena. El MEDE entrará en vigor en junio de 2013 y sustituirá al mecanismo de asistencia financiera actualmente en vigor, el MEEF. El Mecanismo se activará a petición de un Estado miembro, y la ayuda, condicional, como en el MEEF, estará sujeta a la existencia de acuerdo unánime. Tendrá una capacidad total de financiación de 500 mm de euros, con un capital suscrito de 700 mm de euros, y la asistencia se realizará a través de préstamos y, excepcionalmente, con intervenciones en los mercados primarios de deuda pública. También se acordó garantizar que el actual mecanismo transitorio amplíe su capacidad de préstamo efectivo hasta 440 mm de euros, aunque se retrasa hasta junio la decisión sobre cómo se llevará a la práctica dicha ampliación.

Después de un año de trabajos intensos, en el Consejo Europeo de marzo de 2011 se aceptaron los principios básicos de las seis propuestas legislativas dirigidas a garantizar y fortalecer la disciplina presupuestaria y evitar los desequilibrios macroeconómicos excesivos. Incluyen una reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), cuyos acuerdos más destacados aparecen en el cuadro 1, destinada a reforzar la vigilancia de las políticas presupuestarias y aplicar medidas sancionadoras de forma más coherente y temprana, así como nuevas disposiciones sobre los marcos presupuestarios nacionales y una herramienta nueva para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos. Otra novedad es el acuerdo alcanzado de respetar el principio político de que el Consejo siga como regla general las recomendaciones de la Comisión, debiendo explicar su posición por escrito en caso de no hacerlo. También está prevista la completa traslación de la Directiva de Servicios y el impulso del Acta Única de Mercado, para lo que la CE elaborará un informe este verano sobre la reducción de las barreras administrativas y regulatorias, especialmente para las pymes.

Como novedad, se ha diseñado y aprobado el denominado Pacto del Euro Plus, que supone un compromiso político adicional, al más alto

AVANCES DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

CUADRO 1

VERTIENTE PREVENTIVA

El crecimiento anual del gasto público no debe exceder el crecimiento del PIB a medio plazo o debe ser claramente inferior si no se han alcanzado los Objetivos a Medio Plazo (OMP)

El crecimiento del gasto público podrá superar el del PIB a medio plazo cuando se hayan alcanzado sobradamente los OMP o si el exceso del gasto se compensa con aumentos discrecionales de ingresos

Posibilidad de aplicar sanciones si un país no alcanza los OMP y se producen desviaciones significativas del crecimiento del gasto público

Se propone una senda de ajuste más rápida, pendiente de cuantificar, para los países con una deuda superior al 60 % del PIB o riesgos elevados en términos de sostenibilidad de la deuda

VERTIENTE CORRECTIVA

Cuando la ratio de deuda pública/PIB sea superior al 60%, deberá descender —en el promedio de los tres años anteriores a la valoración— en una vigésima parte respecto a la cantidad en la que difiere en relación con el valor de referencia, para evitar la apertura de un Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE)

Para decidir la apertura de un PDE se considerarán —además de la referencia numérica— otros factores relevantes: pasivos implícitos relacionados con el nivel de la deuda privada y el envejecimiento de la población y el coste neto de la aplicación de la reforma de las pensiones

MECANISMO DE APLICACIÓN

Nuevas sanciones políticas y de reputación

Nuevas sanciones financieras: depósito no remunerado por valor del 0,2 % del PIB en la vertiente correctiva

Mayor automatismo, con la introducción del voto inverso, en el proceso decisorio

FUENTE: Banco de España.

nivel, de mejora del mecanismo de coordinación de políticas económicas entre los países del euro. Además, está abierto a los países no pertenecientes a la UEM, de tal forma que algunos han decidido incorporarse (Dinamarca, Polonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía). El Pacto del Euro Plus ha seleccionado cuatro objetivos concretos que representan las prioridades marcadas en el Informe Anual de Crecimiento y cuya consecución se valorará utilizando un conjunto de variables de fácil medición. El Pacto deja plena libertad a los países para decidir la mejor manera de alcanzar dichos objetivos (ver cuadro 2)¹.

1. España, Francia, Bélgica y Alemania ya han anunciado compromisos para los próximos doce meses y los demás países deberán hacerlo como muy tarde a tiempo para su inclusión en los Programas de Estabilidad y Crecimiento y en los Planes Nacionales de Reforma.

La revisión de la gobernanza que se está llevando a cabo representa un indudable fortalecimiento del marco actual en la UE, pero los desafíos a los que se enfrenta el área son también considerables. En este sentido, el Eurosistema ha reclamado la incorporación de criterios más exigentes para la corrección de los desequilibrios y, especialmente en el terreno fiscal, un mayor automatismo de los procedimientos de supervisión y sanción. Por su parte, el FMI considera que sería necesario progresar más en el terreno de la supervisión macroeconómica, y diversos analistas de la OCDE y de la Comisión ponen el acento en que la reforma no está equilibrada, pues opinan que siguen existiendo dificultades relacionadas con el funcionamiento de los mecanismos de aplicación durante tiempos normales y que las normas pueden resultar excesivamente estrictas en períodos realmente problemáticos como el actual.

OBJETIVOS CONCRETOS Y ACCIONES PROPUESTAS DEL PACTO DEL EURO PLUS

CUADRO 2

OBJETIVOS	VARIABLES DE SEGUIMIENTO	ACCIONES PROPUESTAS
Competitividad	Costes laborales unitarios	Adaptar los costes a la productividad Fomentar la productividad
Empleo	Paro de larga duración Desempleo juvenil Tasa de participación	Flexibilidad Economía sumergida Formación ocupacional Reformas fiscales potenciadoras de empleo
Sostenibilidad fiscal	Indicadores de <i>gap</i> de sostenibilidad	Pensiones Asistencia sanitaria Prestaciones sociales
Estabilidad financiera	Endeudamiento privado de bancos, hogares y empresas no financieras	Pruebas de resistencia bancarias con regularidad a nivel de la UE Disolución de entidades bancarias no viables

FUENTE: Banco de España.

incertidumbre y no está exento de riesgos a la baja, como los que surgen, principalmente, de una eventual prolongación de las tensiones existentes en los mercados de deuda soberana, que puede terminar por propiciar un endurecimiento generalizado de las condiciones financieras en el conjunto del área y el aumento de los precios de la energía en los mercados internacionales. Este último factor ha supuesto, de hecho, un empeoramiento notable del panorama inflacionista en el corto plazo y ha incrementado los riesgos para la inflación en el medio plazo. Así lo consideró el BCE en su reunión de abril, en la que decidió aumentar los tipos oficiales en 25 pb, hasta situarlos en el 1,25 % para las operaciones principales de financiación, después de haberlos mantenido inalterados durante casi dos años. Previamente, en marzo, el Consejo de Gobierno había decidido prolongar durante el segundo trimestre el procedimiento de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las diversas operaciones de provisión de liquidez.

3.1 Evolución económica

En el último trimestre de 2010, el PIB del área del euro creció un 0,3 %, una décima por debajo del incremento registrado en los tres meses anteriores (véase cuadro 1). El avance del producto se apoyó en la fortaleza de las exportaciones y de la inversión en bienes de equipo y, en menor medida, del consumo. En contraste, la aportación positiva de la política fiscal se desvaneció, tal como señala el avance negativo del consumo público; el gasto en construcción volvió a retroceder, afectado por las malas condiciones meteorológicas; y la contribución

	2009			2010			2011	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	0,4	0,2	0,4	1,0	0,4	0,3		
Consumo privado	-0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4		
Consumo público	0,5	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,1		
Formación bruta de capital fijo	-1,3	-1,1	-0,2	2,1	-0,2	-0,5		
Importaciones	1,8	1,1	3,6	4,2	1,5	1,0		
Exportaciones	2,7	2,2	3,0	4,5	2,1	1,5		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna, excluidas existencias</i>	-0,2	0,0	0,1	0,5	0,1	0,1		
<i>Variación de existencias</i>	0,3	-0,2	0,4	0,3	0,0	-0,1		
<i>Demanda exterior neta</i>	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4		
PIB (tasa de variación interanual)	-4,0	-2,1	0,8	2,0	2,0	2,0		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	3,0	1,1	2,6	2,4	1,0	1,8	1,0	
Sentimiento económico	84,2	92,0	96,4	99,1	102,3	105,6	107,3	
PMI compuesto	49,5	53,6	54,4	56,6	55,7	54,9	57,6	57,8
Empleo	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,2		
Tasa de paro	9,7	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0	9,9	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	-0,3	0,9	1,6	1,5	1,9	2,2	2,7	
IPRI	-7,7	-2,9	0,9	3,1	4,3	5,4	6,6	
Precio del petróleo (valor en dólares)	67,7	74,4	78,8	75,0	78,4	92,3	115,4	124,0
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,8	4,0	4,0	3,7	3,5	4,1	4,6	4,7
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,45	-0,17	-0,08	-0,72	-1,01	-0,78	-1,14	-1,26
Tipo de cambio dólar/euro	1,464	1,441	1,348	1,227	1,365	1,336	1,421	1,458
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	0,3	-0,9	-4,5	-10,3	-6,3	-8,2	3,5	4,2
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	17,2	21,0	-1,2	-13,2	-7,4	-5,8	4,2	5,1

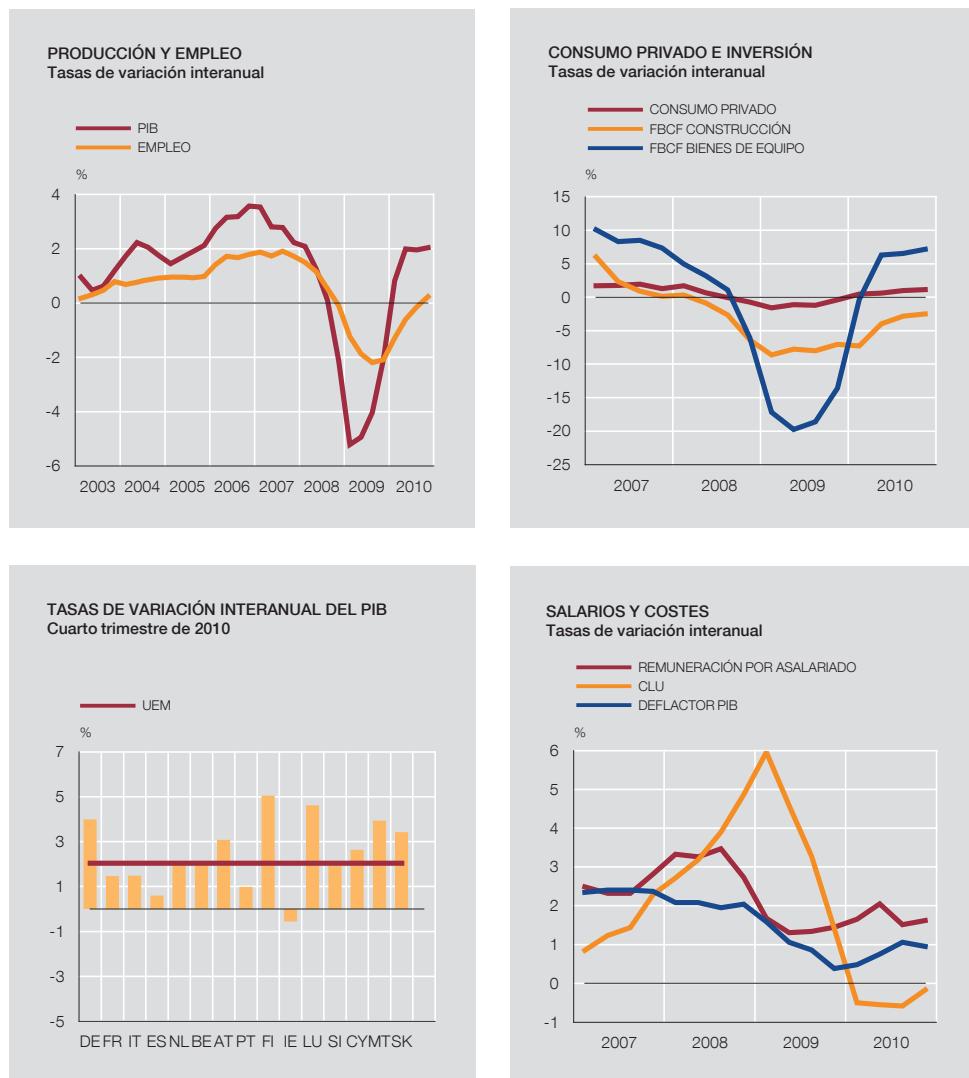
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Información disponible hasta el día 25 de abril de 2011.

b. Variación porcentual acumulada en el año.

de la variación de existencias fue ligeramente negativa. El desglose por ramas de actividad muestra que el valor añadido se aceleró en la industria y la agricultura, se moderó en los servicios y acentuó su caída en la construcción. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, fue un 2 %, similar a la registrada en los dos trimestres anteriores.

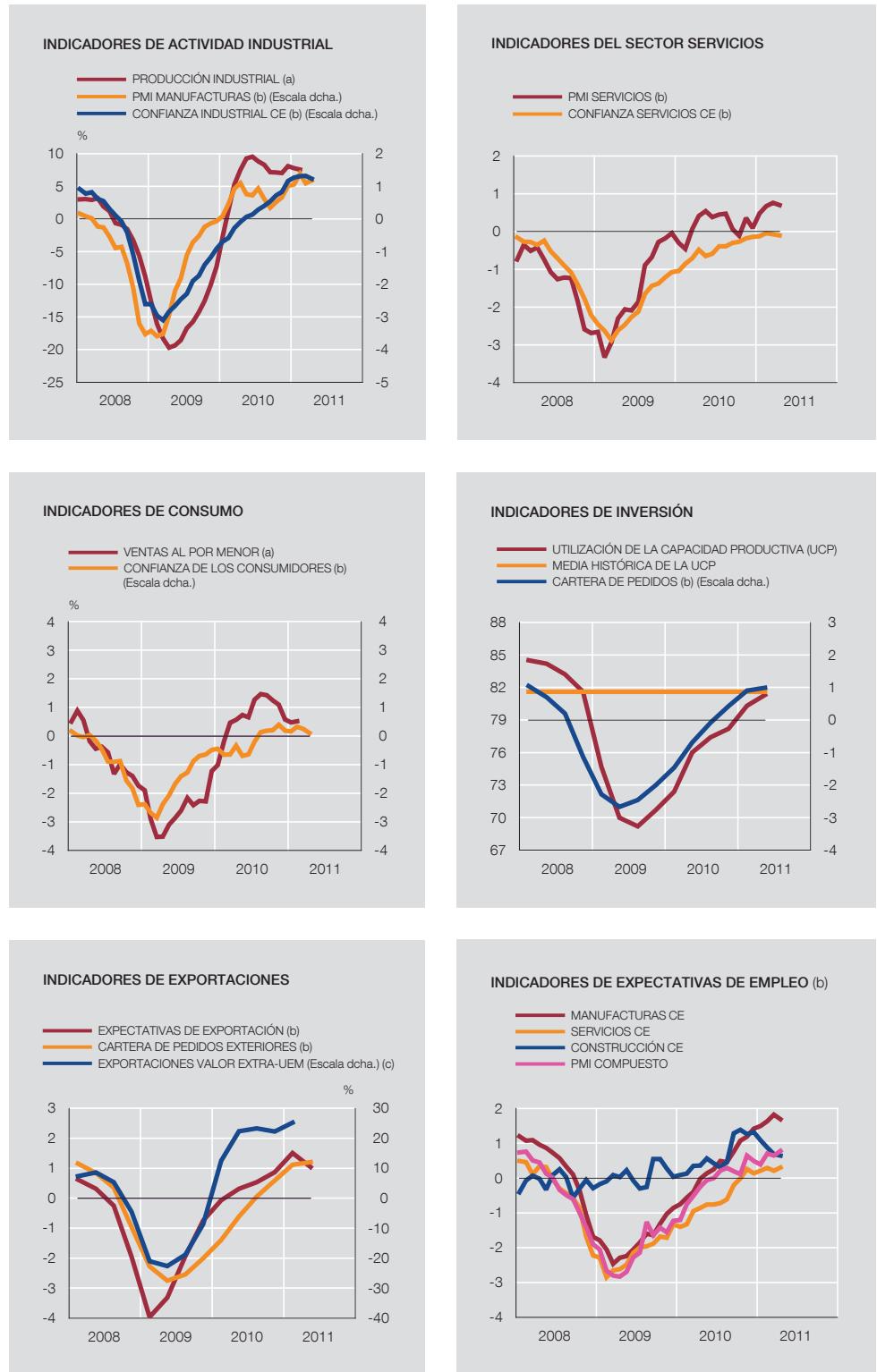
Por países, la actividad en Francia y Alemania avanzó de nuevo por encima de la media europea, un 0,4 % en ambos casos, aunque sustentada en componentes distintos. En Alemania, como en el conjunto de la UEM, el crecimiento estuvo impulsado por las exportaciones y la inversión en bienes de equipo, a la vez que su mejor posición fiscal se reflejó en un avance del consumo público. En Francia, la aportación de la variación de existencias al producto fue muy negativa y se compensó con la fortaleza del consumo privado y con una elevada contribución al PIB de la demanda externa, debido al avance de las exportaciones, pero también al retroceso de las importaciones. Por su parte, en Italia, el PIB solo creció un 0,1 %, en un contexto en el que la demanda interna permaneció estancada y las exportaciones apenas avanzaron. Finalmente, el PIB continuó retrocediendo en el cuarto trimestre de 2010 en Portugal, Grecia e Irlanda, con descensos del 0,3 %, 1,4 % y 1,6 %, respectivamente.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

Según los datos de Contabilidad Nacional, el empleo confirmó su recuperación en el conjunto del área y registró un aumento intertrimestral, que se tradujo en la primera tasa interanual positiva, del 0,2 %, desde septiembre de 2008. Las horas trabajadas por empleado ralentizaron en cambio su ritmo de avance. Esta recuperación más lenta del empleo que del PIB situó de nuevo el ritmo de crecimiento de la productividad en niveles cercanos al 2 %, superior al de la remuneración por asalariado, por lo que los costes laborales unitarios se contrajeron de nuevo, frente a un incremento del deflactor del PIB, de modo que los márgenes empresariales volvieron a ampliarse (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente apunta a que la actividad del área continuó expandiéndose en los primeros meses del año. Por el lado de la oferta, la producción industrial y los nuevos pedidos industriales aumentaron en enero y febrero (véase gráfico 9). También los indicadores de confianza del sector de la industria y los servicios elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras avanzaron en media en el primer trimestre, si bien algunos de ellos experimentaron un ligero retroceso en marzo y abril, como resultado, probablemente, de la incertidumbre generada por la crisis geopolítica surgida en el norte de África y el desastre natural y nuclear en Japón. En el ámbito laboral, la tasa de paro se situó en el 9,9 % en marzo, por debajo del registro de diciembre,



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

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

y los indicadores de expectativas de creación de empleo mejoraron sustancialmente en la industria y más moderadamente en los servicios.

El crecimiento del comercio mundial vino acompañado de mejoras en las expectativas de exportación y en la valoración de la cartera de pedidos de exportación, que aumentaron en el primer trimestre del año. Paralelamente, los indicadores de inversión, la valoración de la cartera de pedidos y el grado de utilización de la capacidad productiva avanzaron entre enero y marzo, situándose en el caso del segundo indicador muy cerca de su media histórica. Sin embargo, la información coyuntural relacionada con el consumo privado continúa sin dar signos claros de mejora. Así, las ventas minoristas se contrajeron en el primer trimestre, mientras que las matriculaciones de automóviles se expandieron a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior. Por su parte, el índice de confianza de los consumidores se mantuvo estable en estos primeros meses del año, en niveles similares a los registrados en el otoño de 2010. Asimismo, los avances en la renta disponible real son muy limitados, por la lenta recuperación del empleo y por el notable empeoramiento de la inflación (véase el recuadro 3). Esto, junto con la progresiva retirada de los estímulos fiscales, hace prever una contribución limitada de la demanda interna al crecimiento económico en este primer trimestre.

Finalmente, hay que señalar que los indicadores disponibles por países apuntan la continuidad de ritmos de recuperación heterogéneos dentro del área del euro. Así, la actividad en Grecia, Irlanda y Portugal continuaría deteriorándose en estos primeros meses del año, mientras que países como Francia, Alemania o Austria afianzarían su senda de crecimiento.

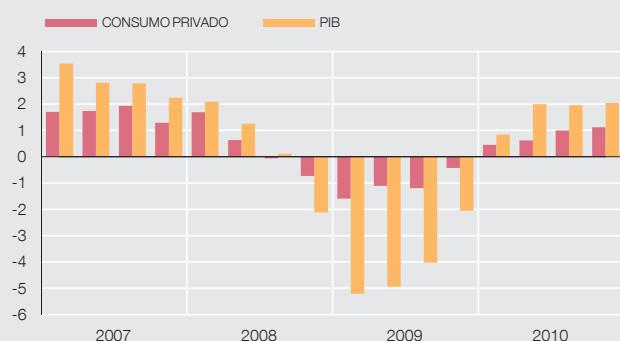
Más a medio plazo, las previsiones de los organismos internacionales coinciden en anticipar ritmos de recuperación, que se irán incrementando a medida que se consolide la contribución de la demanda interna al producto, pero que, globalmente considerados, permanecerán en registros relativamente modestos. Así, de acuerdo con las predicciones disponibles, el aumento del PIB se podría situar en tasas cercanas al 1,7 % en el promedio de 2011 y en el rango del 1,7 %-2,0 % para 2012 (véase cuadro 2). No obstante, este escenario se encuentra sujeto a una gran incertidumbre y no está exento de riesgos a la baja, ligados a la inestabilidad de los mercados de deuda soberana y su potencial traslación al coste de financiación de empresas y familias, a las presiones al alza en los precios de la energía y a los efectos que sobre la cadena de distribución global pueda tener el desastre natural y nuclear de Japón.

A lo largo del trimestre, la tasa interanual de inflación se aceleró, hasta situarse, según la estimación preliminar de Eurostat, en el 2,8 % en abril, 6 décimas por encima de la registrada a finales de 2010 (véase gráfico 10). Este deterioro de la inflación en los últimos meses tiene su origen en el continuado ascenso de los precios de las materias primas, en especial del petróleo, si bien también han repuntado los precios de otros componentes, tales como los alimentos elaborados, los servicios y los bienes industriales no energéticos, que registraron una notable volatilidad debido a los efectos de las campañas de rebajas y a la aplicación de un cambio metodológico en los precios de los bienes estacionales. Aunque todavía no se identifican efectos de segunda vuelta sobre los precios y los salarios, sí se aprecian repercusiones de la subida de los precios del petróleo en los precios de algunas partidas de los servicios relacionadas con el transporte. Con todo, la inflación subyacente medida por el IPSEBENE se situó en marzo en 1,5 %, nivel que, aunque modesto, es cuatro décimas superior al registro de diciembre. Por otro lado, los precios industriales crecieron un 6,6 %, en enero y febrero, 1,6 pp por encima de lo observado el pasado diciembre. Todos los componentes mostraron una aceleración en el primer trimestre, aunque el repunte fue mayor en los precios de la energía.

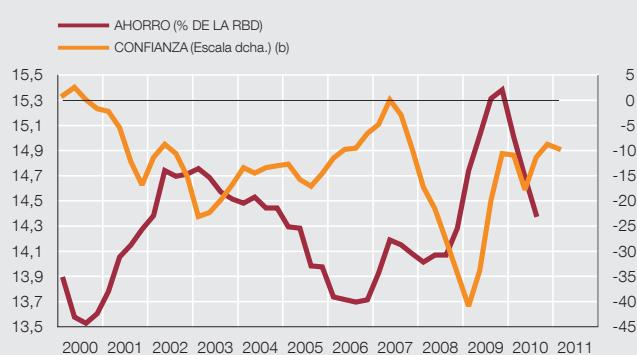
La recuperación de la actividad en el área del euro iniciada a mediados de 2009 se ha basado fundamentalmente en la fortaleza del sector exterior y en el efecto expansivo de las políticas económicas. El impulso de las políticas económicas se ha ido agotando en el período más reciente, por lo que la consolidación de la recuperación requeriría que la demanda interna y el consumo, especialmente, se fortalezcan y compensen el desvanecimiento de dicho efecto expansivo.

1 CONSUMO PRIVADO Y PIB

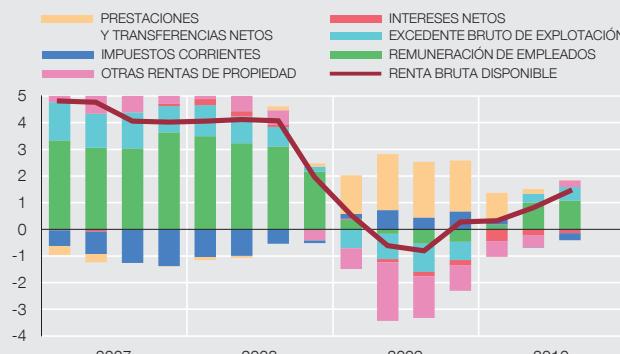
Tasas de variación interanual



3 AHORRO Y CONFIANZA DE LOS HOGARES



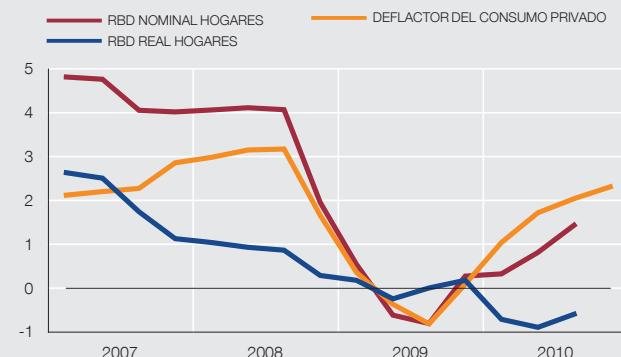
5 CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN INTERANUAL DE LA RBD NOMINAL DE LOS HOGARES



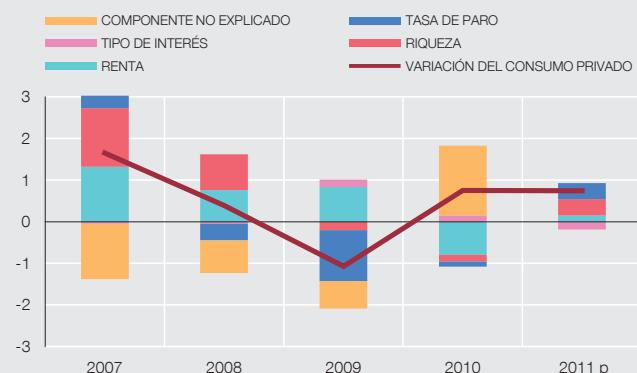
Como se observa en el gráfico 1, la tasa de variación interanual del consumo privado mostró una progresiva aceleración a lo largo de 2010, hasta situarse en el 1,1% en el cuarto trimestre, muy por debajo del incremento del 2% registrado por el PIB. El aumento del consumo privado se produjo a pesar de la caída de la renta disponible real —ya que el crecimiento de los ingresos nominales de las familias no fue suficiente para contrarrestar el efecto de la inflación,

2 RENTA DE LOS HOGARES Y DEFLECTOR DEL CONSUMO PRIVADO

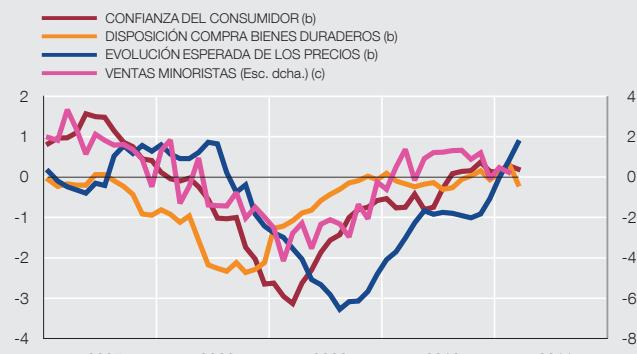
Tasas de variación interanual



4 CONTRIBUCIONES DE LOS DETERMINANTES DEL CONSUMO PRIVADO



6 INDICADORES DE CONSUMO



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Opinión sobre la situación económica general en los próximos doce meses de la encuesta de confianza del consumidor de la Comisión Europea.

b. Series normalizadas.

c. Tasas de variación interanual.

como se aprecia en el gráfico 2—, lo que supuso un retroceso del ahorro de los hogares.

La disminución del ahorro a lo largo de 2010 podría relacionarse con la mejora experimentada por las expectativas de los consumidores sobre la situación económica y la consiguiente revisión al alza de las expectativas de renta futuras (véase gráfico 3). En este sentido, cuando se analiza la contribución de los distintos determinantes (renta, riqueza, tasa de paro y tipo de interés) a la evolución del consumo privado utilizando un ecuación estimada para el conjunto de la UEM¹, se aprecia en 2010 un elevado componente positivo no explicado, que podría asociarse con la mencionada mejora de las expectativas de los consumidores (véase gráfico 4). Por su parte, el repunte de la renta disponible nominal se basó fundamentalmente, como se aprecia en el gráfico 5, en el comportamiento de la remuneración de asalariados y del excedente bruto de explotación, mientras que se fue desvaneciendo el impulso positivo sobre la renta procedente de la actuación de los estabilizadores automáticos de la política fiscal —a través de las prestaciones y transferencias públicas, y de los impuestos—.

La evolución reciente de los indicadores de consumo privado apunta a la continuidad del escaso dinamismo de esta variable en los prime-

ros meses de 2011. Como se aprecia en el gráfico 6, la tasa de variación interanual de las ventas minoristas ha registrado una moderación en los últimos meses y la confianza del consumidor de la encuesta de la Comisión Europea viene mostrando cierto estancamiento en el período más reciente, que se extiende al componente de la encuesta que indaga sobre la disposición de los consumidores a adquirir bienes de consumo duradero. Por otra parte, la opinión de los consumidores acerca de la evolución esperada de los precios de consumo ha sufrido un rápido deterioro y se sitúa ya en niveles similares a los alcanzados en 2008, durante el episodio previo de repunte de la inflación. Ello puede inducir a los hogares a tomar una actitud de mayor prudencia en sus decisiones de gasto.

Las previsiones disponibles sobre el consumo privado en la UEM apuntan a una suave aceleración, en línea con el leve incremento que cabe esperar para la renta disponible de los hogares (que combina un aumento contenido del empleo y moderación salarial). Como factor de riesgo a la baja sobre este escenario, cabe destacar el repunte reciente de la inflación, que se prevé que se extienda al futuro inmediato. Así, por ejemplo, de acuerdo con *Consensus Forecast*, la inflación esperada en la UEM para el año 2011 ha pasado del 1,6% en diciembre al 2,4% en abril, lo que supone un descuento significativo de la capacidad de gasto de los hogares procedente de sus rentas nominales. En sentido contrario, la evolución favorable de la riqueza de las familias y el nivel comparativamente elevado que ha alcanzado su confianza, en la medida en que se mantengan en el futuro, podrían propiciar una reducción adicional de la tasa de ahorro.

1. Se emplea la ecuación de consumo de la UEM del *Area Wide Model*. Véase Fagan, Henry y Mestre (2001), *An area-wide model (AWM) for the euro area*, Documento de Trabajo n.º 42 del BCE.

Las perspectivas de inflación a corto plazo se han deteriorado significativamente, tal y como reflejan las previsiones de distintos organismos internacionales, si bien, a plazos más allá del año corriente, se espera que la inflación retorne a tasas claramente por debajo del 2% (véase cuadro 2). De este modo, las últimas previsiones del FMI estiman que la inflación se situaría en 2011 y 2012 en el 2,3% y el 1,7%, respectivamente. Posibles riesgos al alza sobre este escenario podrían derivarse de un mayor encarecimiento del precio del petróleo, motivado por las continuas tensiones políticas en el norte de África y Oriente Medio, así como por eventuales efectos de segunda vuelta sobre los precios y los salarios, que provoquen presiones sobre la inflación de medio plazo.

La balanza por cuenta corriente de la UEM, de acuerdo con las estimaciones publicadas por el BCE, acumuló entre enero y febrero de 2011 un déficit de 30,3 mm de euros (un 2% del PIB), superior en 12 mm de euros al registrado en el mismo período del año anterior (un 1,2% del PIB). Este empeoramiento del saldo fue el resultado del mayor déficit en la sub-balanza de bienes, a pesar de la mejora del superávit en la sub-balanza de servicios. Por otro lado, dentro de la cuenta financiera, y en el mismo período, se produjo un aumento de las entradas netas de capitales, sustentado en el aumento de la inversión en cartera, mientras que se registraron salidas netas en forma de inversión directa. De esta manera, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de 29,3 mm de euros entre enero y febrero de 2011, frente al déficit de 1,5 mm observado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

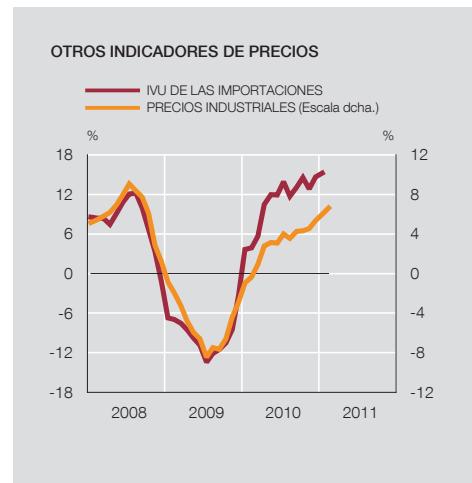
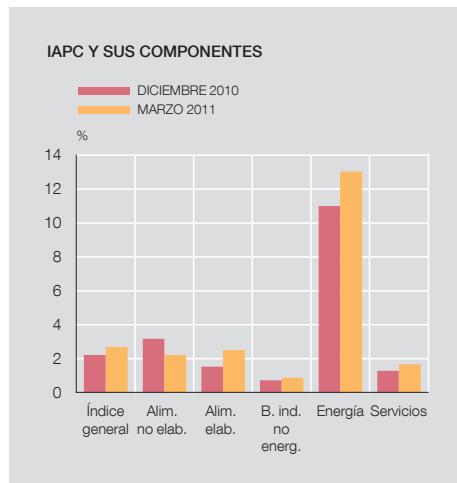
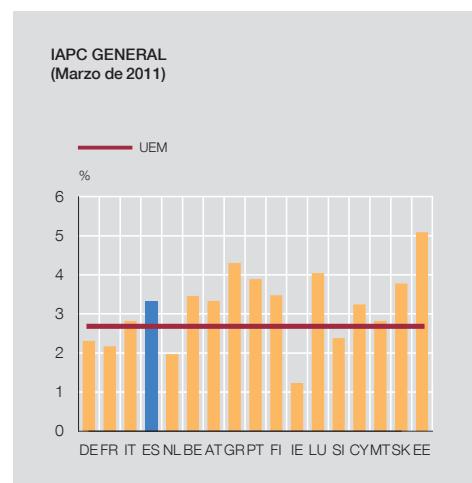
	2010		2011		2012	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (marzo de 2011)	1,7	1,6	1,3-2,1	2,0-2,6	0,8-2,8	1,0-2,4
Comisión Europea (marzo de 2011)	1,7	1,6	1,6	2,2	1,8	1,7
FMI (abril de 2011)	1,7	1,6	1,6	2,3	1,8	1,7
OCDE (noviembre de 2010)	1,7	1,5	1,7	1,3	2,0	1,2
<i>Consensus Forecast</i> (abril de 2011)	1,7	1,6	1,7	2,4	1,7	1,8
Eurobarómetro (abril de 2011)	1,7	1,6	1,7	2,4	1,7	1,8

FUENTES: Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Eurosistema, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y OCDE.

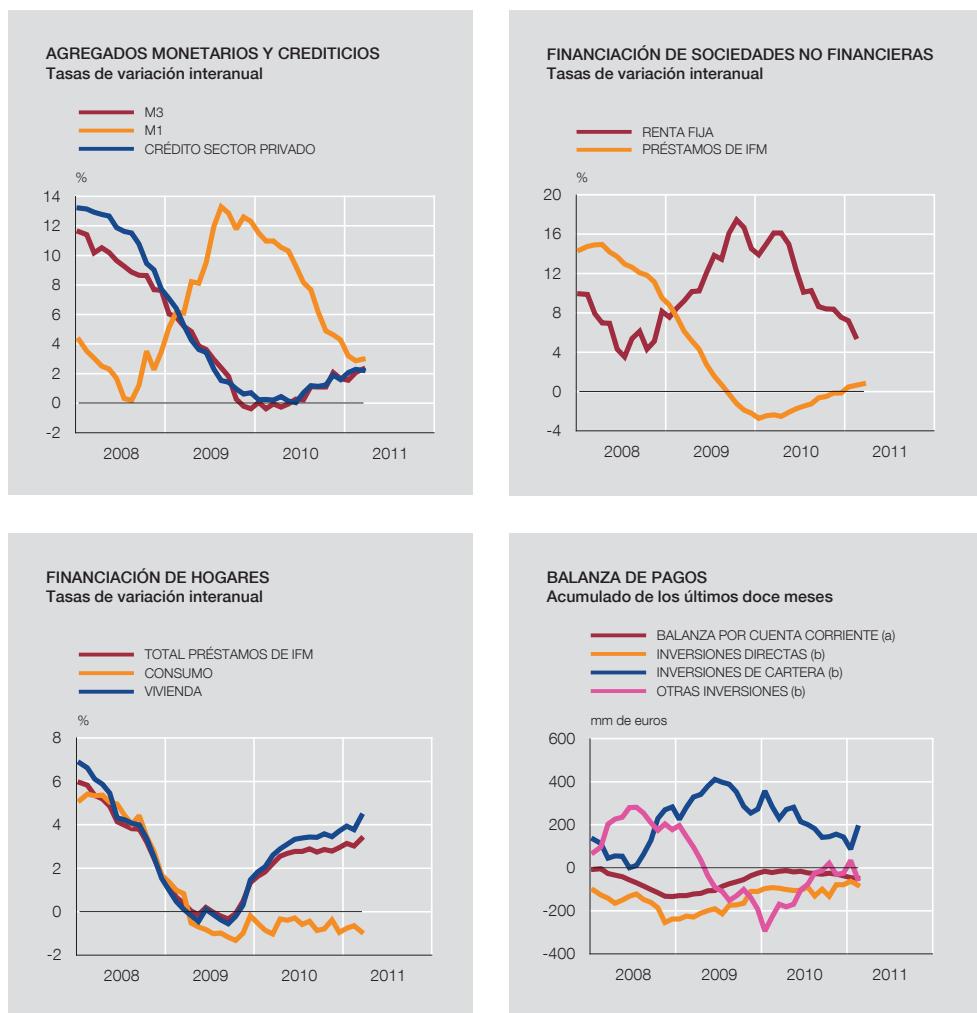
a. Tasas de variación anual.

UEM. INDICADORES DE PRECIOS Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 10



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

La última información disponible correspondiente a la comunicación de primavera del Protocolo de Déficit Excesivo revela que el déficit de las AAPP del conjunto del área se situó en 2010 en el 6 % del PIB, en línea con lo previsto en los programas de estabilidad que se habían elaborado a comienzos del año. No obstante, este comportamiento agregado esconde desviaciones en algunos países. Así, en el caso de Grecia, el déficit superó lo acordado en el programa de asistencia financiera, como consecuencia de la revisión de las estadísticas históricas reconocida en otoño, aunque también se aprecian dificultades para llevar a cabo el ajuste fiscal comprometido, dado el escaso crecimiento de los ingresos fiscales en un contexto de recesión económica. Por su parte, el déficit de Irlanda superó el 30 % del PIB, reflejando las pérdidas asociadas al rescate de algunas de sus entidades bancarias. Finalmente, Portugal también revisó al alza sus cifras de déficit, hasta el 9,1 %, y tras el rechazo parlamentario de su cuarto plan de ajuste presupuestario se vio obligado a pedir asistencia financiera a las instituciones europeas y al FMI. Por el contrario, en Francia y Alemania los resultados de las cuentas de las AAPP han sido mejores de lo esperado, debido al favorable contexto económico.

De acuerdo con las medidas recogidas en los presupuestos (véase cuadro 3), en 2011 el tono de la política fiscal en la zona del euro pasará a tener un carácter marcadamente contractivo.

	Porcentaje del PIB				
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)				
	2008	2009	2010	2011	
Bélgica	-1,3	-5,9	-4,1	-4,7	-3,9
Alemania	0,1	-3,0	-3,3	-2,7	-2,3
Estonia	-2,8	-1,7	0,1	-2,0	-1,0
Irlanda	-7,3	-14,3	-32,4	-10,3	-10,8
Grecia	-9,8	-15,4	-10,5	-7,4	-7,4
España	-4,2	-11,1	-9,2	-6,4	-6,2
Francia	-3,3	-7,5	-7,0	-6,3	-6,0
Italia	-2,7	-5,4	-4,6	-4,2	-4,3
Chipre	0,9	-6,0	-5,3	-5,7	-4,5
Luxemburgo	3,0	-0,9	-1,7	-1,3	-1,1
Malta	-4,5	-3,7	-3,6	-3,0	-2,9
Holanda	0,6	-5,5	-5,4	-3,9	-3,8
Austria	-0,9	-4,1	-4,6	-3,6	-3,1
Portugal	-3,5	-10,1	-9,1	-4,9	-5,6
Eslovenia	-1,8	-6,0	-5,6	-5,3	-4,8
Eslovaquia	-2,1	-8,0	-7,9	-5,4	-5,2
Finlandia	4,2	-2,6	-2,5	-1,8	-1,2
PRO MEMORIA: UEM					
Saldo primario	1,0	-3,5	-3,2	-1,6	
Saldo total	-2,0	-6,3	-6,0	-4,6	-4,4
Deuda pública	69,9	79,3	85,1	86,5	87,3

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

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

b. Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010.

c. Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2011

A lo largo del mes de abril, los Estados miembros deberán presentar sus planes de estabilidad a la Comisión Europea.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Las tensiones en los mercados de deuda pública del área del euro continuaron a lo largo del primer cuatrimestre de 2011, acompañadas de nuevas rebajas en las calificaciones crediticias soberanas. A diferencia de episodios anteriores, durante la mayor parte del período las tensiones se concentraron en los mercados de Grecia, Irlanda y Portugal, donde la rentabilidad de los bonos volvió a rozar valores máximos. La dificultad del Gobierno luso para acometer sus planes de ajuste y de reformas supuso la convocatoria anticipada de elecciones generales y el agravamiento de las condiciones en los mercados financieros, derivando en la petición de apoyo financiero a principios de abril. No obstante, la asistencia no se había formalizado aún en la fecha de cierre de este informe.

Hasta abril, la inestabilidad en Grecia, Irlanda y Portugal no se trasladó al tipo de cambio del euro ni a los mercados financieros de otros países del área. En el caso de Irlanda, las presiones sobre el mercado de deuda mostraron cierta relajación a principios de abril, tras la decisión del BCE de aligerar los criterios de admisión del colateral emitido o garantizado por el Gobierno irlandés y tras los progresos en relación con la reorganización y el refuerzo adicional del capital de la banca irlandesa —por un total de 24 mm de euros, que será cubierto en gran medida con los fondos aportados por el propio Estado dentro de su asignación en el programa de asistencia financiera—. Esta tendencia, sin embargo, se truncó a mediados de abril, tras la rebaja del rating irlandés por parte de Moody's hasta Baa3, tan solo un nivel por encima de la calificación

de inversión especulativa. Además, la creciente preocupación por la posibilidad de que la deuda griega se reestructure y la incertidumbre surgida con las elecciones en Finlandia en relación con su participación en el programa de ayuda a Portugal contribuyeron a un nuevo repunte de los diferenciales soberanos del área, esta vez de manera más generalizada.

En abril, el Banco Central Europeo decidió ajustar el tono de la política monetaria, que continúa siendo muy acomodaticio en un contexto de recuperación de la actividad económica, con el fin de prevenir que el reciente aumento de la inflación pueda dar lugar a presiones inflacionistas a medio plazo. Así, el Consejo de Gobierno del BCE decidió subir los tipos oficiales en 25 pb en la reunión del 7 de abril, el primer movimiento desde mayo de 2009. El tipo de las operaciones principales de financiación se situó en el 1,25 %, y el de las facilidades de crédito y depósito, en el 2 % y el 0,5 %, respectivamente (véase gráfico 12). A su vez, el Eurosistema mantuvo el suministro generoso de liquidez al sistema bancario y, en su reunión de marzo, el Consejo prolongó la modalidad de adjudicación plena a tipo fijo en las subastas de liquidez durante el segundo trimestre de 2011. Las operaciones de compra de deuda pública dentro del Programa para el Mercado de Valores fueron ocasionales y de importe menor desde febrero, ascendiendo la cartera total adquirida a unos 77 mm de euros. Finalmente, tras una evaluación positiva de la aplicación del programa de ajuste económico y financiero comprometido por el Gobierno irlandés, el Consejo de Gobierno del BCE decidió no aplicar el umbral mínimo de calificación crediticia a los instrumentos de renta fija negociable emitidos o garantizados por el Gobierno irlandés.

Los tipos de interés del mercado interbancario continuaron con la senda de crecimiento iniciada el pasado año. Los EURIBOR a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, alrededor del 1,3 % y 2,1 % en abril, en torno a 30 pb y 50 pb por encima de los niveles de diciembre. El diferencial del EURIBOR con respecto a la rentabilidad de las operaciones *repo* se redujo ligeramente, oscilando en la banda de los 50 pb y 60 pb en el plazo a un año. Por su parte, los tipos a largo de la UEM continuaron elevándose durante los cuatro primeros meses del año, hasta superar el 4,6 % para el promedio de la UEM en el plazo a diez años y próximo al 3,5 % en el caso del *Bund* alemán.

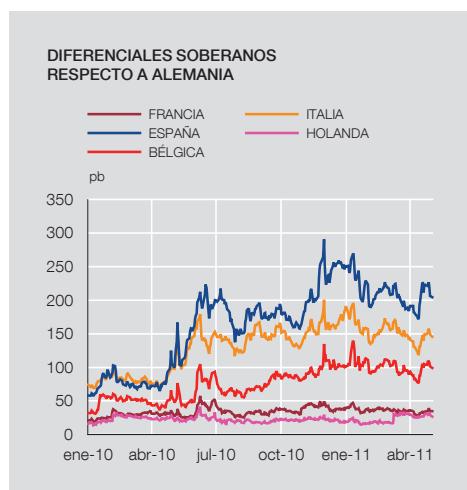
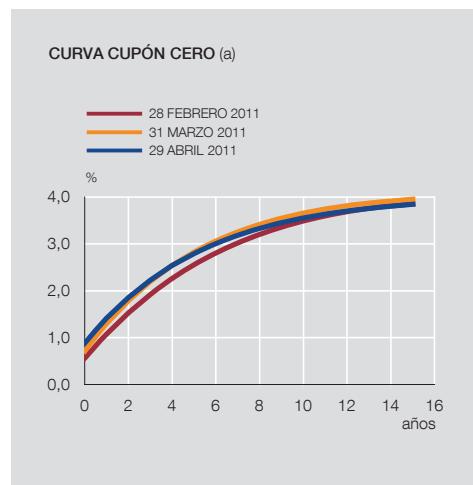
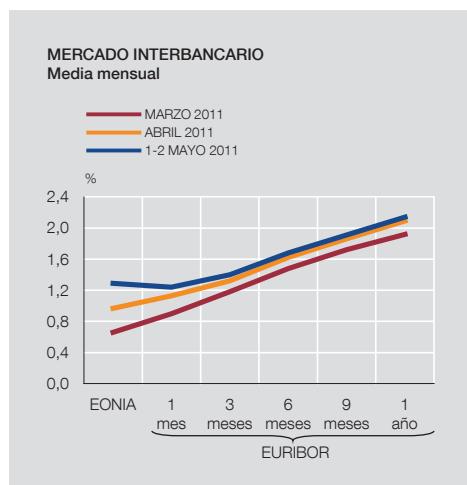
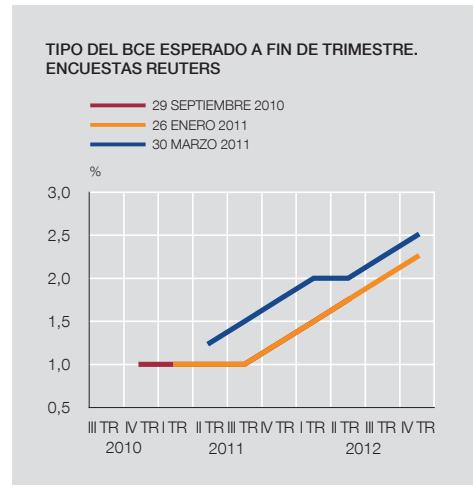
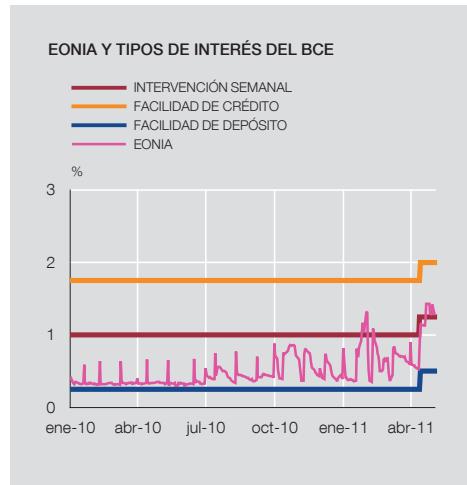
El incremento de los tipos de interés en los mercados interbancarios también tuvo su traslación sobre las condiciones de financiación del sector privado no financiero, que mostraron un suave endurecimiento. Así, en los mercados de renta fija privada el coste de la deuda prosiguió la suave tendencia alcista iniciada a finales de 2010, y el coste de los préstamos bancarios aumentó, desde sus niveles históricamente bajos, de forma moderada para sociedades no financieras y más marcadamente en la financiación de hogares destinada a vivienda, que rozó el 4 %. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) referida al primer trimestre no señaló cambios en los criterios de aprobación de nuevos préstamos para las sociedades no financieras, mientras que en los contratos a hogares se percibió un ligero endurecimiento. Esta evolución se produjo en un contexto en el que, de acuerdo con la EPB, las entidades siguieron percibiendo un aumento en la demanda de financiación de las empresas no financieras, mientras que la de los hogares se debilitó, fundamentalmente en las solicitudes para adquisición de vivienda.

El saldo vivo de los valores de renta fija emitidos por las empresas no financieras continuó desacelerándose, hasta crecer un 5,5 % interanual en febrero, mientras que los préstamos bancarios a sociedades prolongaron la senda de suave recuperación con un avance interanual algo inferior al 1 % en marzo, frente a una ligera caída del 0,2 % en diciembre de 2010. Por su parte, los préstamos a hogares elevaron su crecimiento hasta el 3,4 % interanual en marzo, aunque la financiación destinada al consumo siguió contrayéndose en términos interanuales a ritmos cercanos al 1 %.

Los mercados bursátiles mostraron un comportamiento relativamente favorable durante los meses transcurridos de 2011, aunque experimentaron una corrección temporal importante

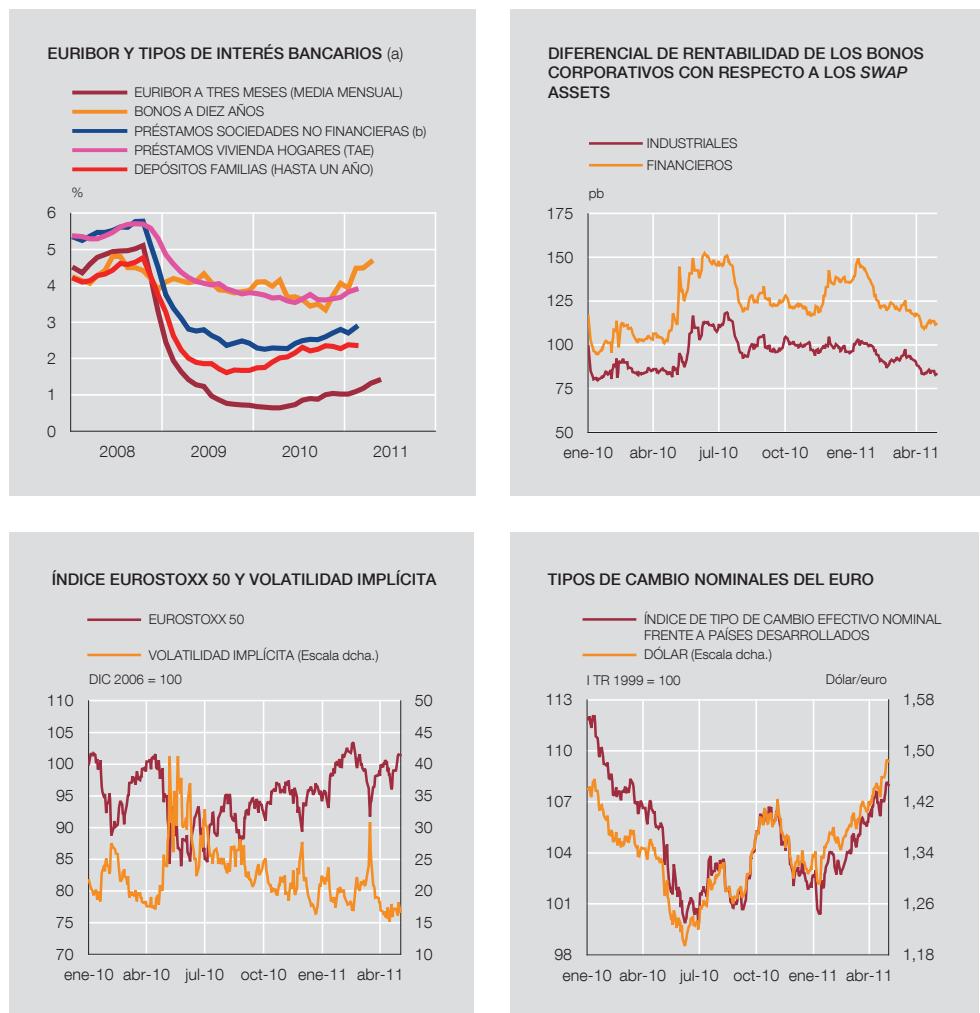
TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

tras el terremoto en Japón y más recientemente con las tensiones renovadas en los mercados del área (véase gráfico 13). El EUROSTOXX 50 acumula una revalorización superior al 4 % desde enero, con aumentos que rebasan el 7 % en los índices español e italiano.

Los aumentos de tipos de interés en el área también contribuyeron a la apreciación del tipo de cambio del euro, a pesar de la situación en los mercados soberanos. El tipo efectivo del euro TCEN-20 experimentó una apreciación notable, de más del 4 % en los meses transcurridos de 2011, con una revalorización superior al 8 % y al 10 % frente al dólar y el yen, respectivamente.

Finalmente, el agregado monetario M3 experimentó un ligero repunte, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 2,3 % interanual en marzo, debido al mayor crecimiento de los activos menos líquidos.

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB registró un crecimiento intertrimestral del 0,2 % en el último trimestre de 2010, con lo que se reanudó la senda de lenta recuperación de la actividad económica mostrada en la primera mitad del año, tras la variación nula del tercer trimestre. En el último cuarto de 2010, tanto el consumo privado como la inversión en bienes de equipo volvieron a registrar un pequeño crecimiento intertrimestral. Por su parte, la demanda exterior neta realizó una contribución positiva de 0,6 pp al aumento del PIB, explicada, sobre todo, por la favorable evolución de las ventas al exterior, pero también por el avance moderado de las importaciones, que se vio contenido por la debilidad de la demanda nacional. En términos interanuales, el producto creció un 0,6 %, cuatro décimas más que en el trimestre anterior.

De acuerdo con la información disponible, en el primer trimestre de 2011 la economía española prosiguió su modesta recuperación, registrando, al igual que en el trimestre anterior, un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,2 % (véase gráfico 14). Se estima que la demanda nacional apenas retrocedió, mientras que la aportación de la demanda exterior neta siguió siendo positiva, gracias a la fortaleza de las exportaciones, favorecidas por la notable expansión de los mercados exteriores. En términos interanuales, el PIB habría crecido un 0,7 %, una décima más que en el trimestre anterior.

En línea con esta evolución de la actividad, el retroceso del empleo fue muy similar al del trimestre anterior, con una tasa de descenso interanual estimada del 1,3 %, 0,1 pp menos pronunciada que en el trimestre anterior. Dada la evolución estimada del producto y del empleo, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo intenso, en torno al 2 % interanual. Por su parte, la remuneración por asalariado se incrementó, tras la caída del trimestre anterior, debido a la evolución expansiva de esta variable en la economía de mercado, que compensó el impacto del recorte de los salarios públicos. Como resultado, los costes laborales unitarios en el conjunto de la economía, que vienen cayendo desde los últimos meses de 2009, ralentizaron su ritmo de descenso. Finalmente, la tasa de variación del IPC prosiguió su senda alcista a lo largo del primer trimestre, de forma que la inflación interanual se situó en marzo en el 3,6 % —seis décimas más que en diciembre—. Esta evolución estuvo determinada principalmente por el componente energético, pues el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— repuntó en menor medida durante el trimestre (hasta el 1,7 %, dos décimas más que a finales de 2010).

4.1 Demanda

Se estima que el consumo privado mostró un crecimiento intertrimestral modesto en el primer trimestre de 2011, de magnitud similar al de los tres últimos meses de 2010 (véase gráfico 15). La relativa debilidad del consumo privado se explica por la existencia de un contexto poco propicio para el gasto de las familias, caracterizado por la evolución aún negativa del mercado laboral, la disminución del valor de la riqueza inmobiliaria, unas condiciones crediticias relativamente restrictivas, la pérdida de poder adquisitivo por el aumento de la inflación y la trayectoria desfavorable de la renta disponible, que mantendría el perfil descendente que ya se observó en 2010 de acuerdo con la cuenta no financiera del sector de hogares. La confluencia de estos factores explica que el consumo de bienes duraderos acentuara su caída respecto a la situación de finales de 2010. En particular, las matriculaciones de vehículos particulares disminuyeron un 32 % interanual en los tres primeros meses de 2011, con una clara intensificación de la caída en términos intertrimestrales (véase recuadro 4). También las ventas del comercio al por menor retrocedieron con más

La incidencia de la crisis económica sobre el sector del automóvil impulsó una serie de planes de ayuda directa a la adquisición de coches en varios países de Europa, entre ellos España. Se pretendía, así, incentivar la demanda de vehículos en el momento en que esta estaba sufriendo su caída más aguda, de modo que se pudiera mantener el empleo en el sector de automoción hasta que llegara la recuperación. Un objetivo adicional era estimular la sustitución de vehículos antiguos por otros menos contaminantes, puesto que, en general, se requería dar de baja un vehículo con una antigüedad determinada de forma simultánea a la adquisición del nuevo. El impacto de estos planes sobre las cifras de matriculación de vehículos es difícil de evaluar, pues ello requeriría conocer el número de coches vendidos en ausencia de dichos planes. A priori, el efecto neto intertemporal podría haber sido reducido, en la medida en que este apoyo económico condujera solo a un adelanto de decisiones de gasto, que, en todo caso, se habrían llevado a cabo en un momento posterior del tiempo. Por otro lado, las ayudas suponen una reducción efectiva del precio de adquisición de los vehículos que cumplen los requisitos exigidos por el plan, lo que podría haber impulsado la demanda neta, de modo que habría aumentado la frecuencia media de reposición de vehículos o el que ciertos consumidores decidieran adquirir un coche que no habrían comprado en ausencia de las ayudas. De cualquier modo, cabe pensar que la incidencia de estos planes sobre la adquisición de vehículos haya diferido por países en función de las características propias de cada plan, incluidos el tiempo de aplicación y el montante total de la ayuda. Este recuadro presenta información que permite comparar la incidencia en España del Plan 2000E, de ayuda directa a la adquisición de vehículos, con la de los planes de ayuda en los principales países del área del euro (Alemania, Francia e Italia).

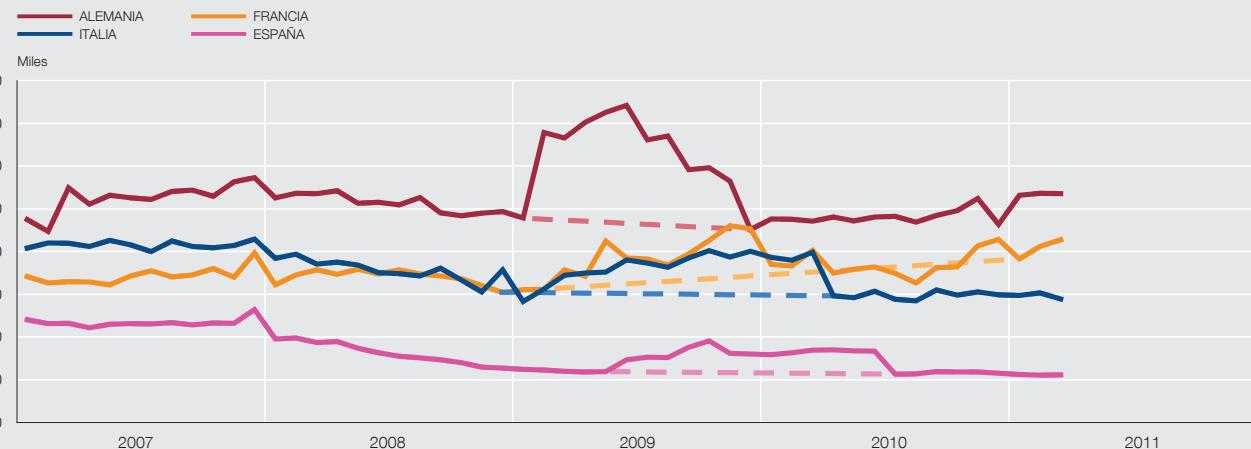
Los programas de apoyo de estos tres países se introdujeron al inicio de 2009. La duración total, incluyendo prórrogas, fue de un año en Alemania y en Italia —con posibilidad de matriculación hasta marzo de 2010— y más prolongada en el caso de Francia, cuyo plan estuvo en vigor, aunque con importes progresivamente decrecientes, hasta

finales de 2010. En España, el plan de ayudas directas (Plan 2000E) se introdujo en mayo de 2009, siendo prorrogado en enero de 2010 por nueve meses, o hasta el agotamiento de los fondos destinados para este fin (lo que tuvo lugar tres meses antes de cumplirse ese plazo). En casi todos los casos, la ayuda se condicionaba a que el comprador entregara un vehículo de cierta antigüedad. La cuantía de la ayuda por vehículo fue de 2.000 euros en el caso de España¹, de entre 1.500 y 4.500 euros en Italia, de entre 1.000 y 5.000 euros en Francia, y de 2.500 euros en Alemania. La cuantía efectiva dependía, en general, del nivel de emisiones contaminantes del vehículo que se adquiría. En algunos países, el Gobierno estableció una dotación máxima destinada a estas ayudas. Es el caso del plan alemán, cuya dotación fue de 2.500 millones de euros, y del de España, con una dotación total de 200 millones.

Para evaluar el impacto de los planes en cada uno de los países, se ha formulado una hipótesis sobre las ventas de vehículos en ausencia de subsidios, teniendo en cuenta que, en los tres casos en los que las ayudas finalizaron hace más tiempo (Alemania, Italia y España), se ha observado que el número de matriculaciones ha retornado a un nivel similar al del inicio de los programas (véase gráfico adjunto). A partir de este hecho, cabe pensar que una interpolación lineal de las cifras de matriculaciones de vehículos en los meses previos a la entrada en vigor de esas ayudas y en los meses posteriores a su finalización puede constituir una aproximación razonable al hipotético número de matriculaciones que se hubieran realizado en ausencia de los planes de ayuda. La diferencia entre el nivel observado y este hipotético nivel proporcionaría una aproximación al impacto de cada plan. El hecho de que el número de matriculaciones retorne a unas cifras muy parecidas a las del inicio de los programas sugiere que el impacto que ha pre-

1. En España, esa era la cuantía en el caso de la adquisición de vehículos nuevos, resultado de una ayuda pública de 1.000 euros y de un descuento adicional similar a cargo del fabricante. La ayuda ascendía a 500 euros en el caso de vehículos de segunda mano.

MATRICULACIONES MENSUALES DE AUTOMÓVILES



FUENTES: ANFAC, Eurostat y Banco de España.

dominado ha sido un impulso temporal en la demanda de vehículos por el abaratamiento de su precio de adquisición durante el período en que estaban en vigor los programas de ayudas². De acuerdo con esta hipótesis, la estimación del incremento extraordinario de matriculaciones oscila entre el 20 % y el 30 % de la cifra anual registrada en 2007 (véase cuadro adjunto). En el caso de España, ese incremento fue del 22 %, con algo más de 300.000 adquisiciones extraordinarias de vehículos. Si se tiene en cuenta que los automóviles representan en torno al 5 % del total del consumo privado en estos cuatro países, y si se toma 2007 como año base de consumo, las ayudas habrían supuesto un impulso temporal de en torno a 1,5 pp del consumo privado anual en Alemania y en torno a 1 pp en los otros tres países.

El momento en el que se introducen los planes refleja situaciones de partida distintas, ya que el inicio de la crisis incidió sobre la adquisición de automóviles con diferente intensidad en cada uno de los países examinados. Así, en 2008 las matriculaciones de automóviles descendieron un 30 % anual en España y un 14 % en Italia. En Francia y en Alemania retrocedieron, en cambio, menos de un 3 %. La evolución temporal de las matriculaciones durante el período en el que estuvieron en vigor los planes de apoyo respondió a pautas más o menos similares: un período inicial de dos o tres trimestres, en los que las tasas intertrimestrales repuntan de forma intensa, seguido de otro en el que el número de vehículos matriculados vuelve a los niveles previos a la introducción de los programas, con tasas intertrimestrales fuertemente negativas. En Italia y en España este proceso de reversión se produjo muy rá-

pidamente, en un trimestre, mientras que en Alemania fue algo más escalonado, tal como se observa en el gráfico adjunto³. En el caso de España, el efecto de la finalización o agotamiento de las ayudas estuvo condicionada por el aumento del IVA en julio de 2010, que incentivaba aprovechar las mismas en los meses previos a dicha subida. En consecuencia, el fin de los programas tuvo un impacto negativo sustancial sobre el consumo privado, si bien hay que considerar que ese descenso se produjo sobre un nivel de consumo más elevado, gracias a las ayudas. Con posterioridad, la evolución de las matriculaciones ha mostrado un tono diferente dependiendo de la situación subyacente del consumo en cada país, con un mayor dinamismo en Alemania, donde ya se ha alcanzado el nivel de matriculaciones previo a la crisis, y una mayor debilidad en España, con un número de adquisiciones de vehículos muy inferior a las realizadas en 2007.

En resumen, en España y en los principales países de la UEM los programas de apoyo a la adquisición de automóviles impulsaron sustancialmente las matriculaciones en 2009 y, en algún caso, en 2010, estimulando el consumo privado en el momento más álgido de la recesión. Tras el final de las ayudas no se percibe que el nivel de matriculaciones haya descendido por debajo del que se venía observando previamente a su implantación, si bien sí se produjo un retroceso respecto al período en que estaban en vigor los planes de apoyo. Estos constituyeron, por tanto, un alivio temporal, que no parece haber supuesto un cambio de la tendencia subyacente en la demanda de automóviles en los países analizados.

2. En España, por ejemplo, existe cierta evidencia de que los concesionarios acompañaron las ayudas con rebajas adicionales de los precios de los automóviles.

3. Ello tiene que ver con el procedimiento administrativo empleado: en Alemania bastó con una formalización de la orden de compra para hacerse acreedor a la ayuda, a pesar de que la entrega del coche tuviera lugar meses más tarde.

VEHÍCULOS MATRICULADOS (miles)	ALEMANIA	FRANCIA	ITALIA	ESPAÑA
2007	3.155	2.065	2.494	1.404
2008	3.080	2.042	2.144	977
2009	3.764	2.308	2.166	872
2010	2.888	2.227	1.922	846
IMPACTO DE LOS PLANES				
Matriculaciones adicionales (miles)	975,4	404,8	521,0	313,8
% s/ matric. 2007 (a)	30,9	19,6	20,9	22,4
% s/ matric. 2008 (a)	31,7	19,8	24,3	32,1
VARIACIÓN SOBRE 2007 (%)				
Previa a las ayudas	2008	-2,4	-1,1	-14,0
Tras las ayudas	2010 (b)	-9,8	18,3	-28,2
Actualidad	I TR 2011	1,6	18,3	-28,7
				-52,3

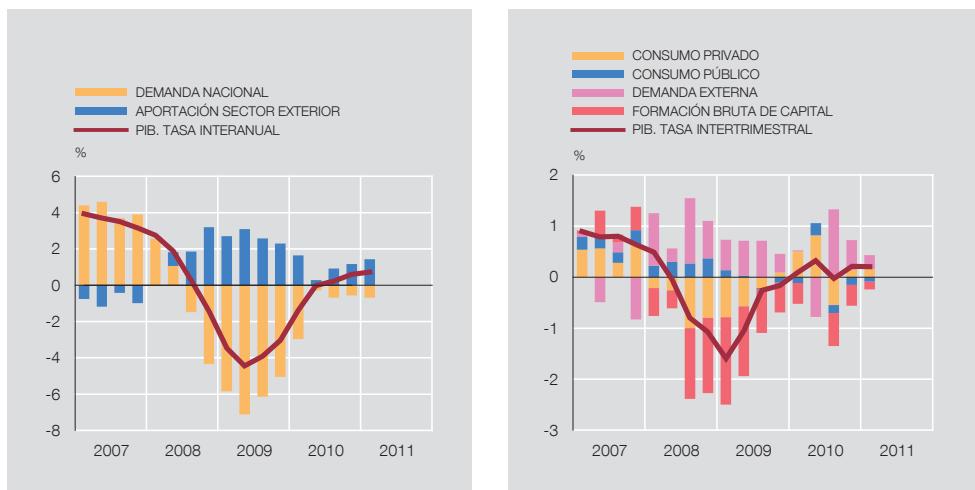
FUENTES: ANFAC, Eurostat y Banco de España.

a. Porcentaje que representan los vehículos adicionales matriculados como resultado de los planes de ayuda sobre el total de vehículos matriculados en 2007 y 2008.

b. Se compara la situación en el trimestre siguiente a la finalización de las ayudas respecto a 2007. Así, en Alemania se compara I TR 2010, en Italia II TR 2010, en Francia I TR 2011 y en España III TR 2010.

PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA. APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB

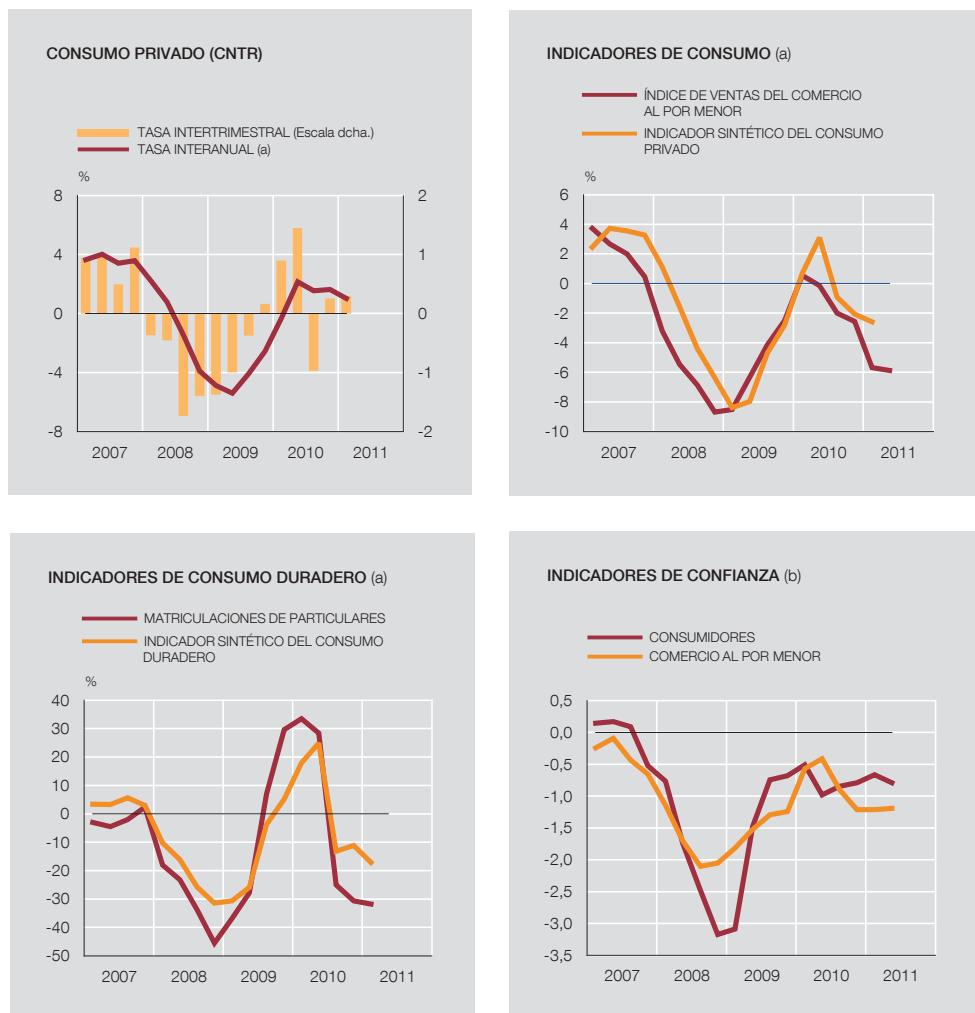
GRÁFICO 14



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 15



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

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

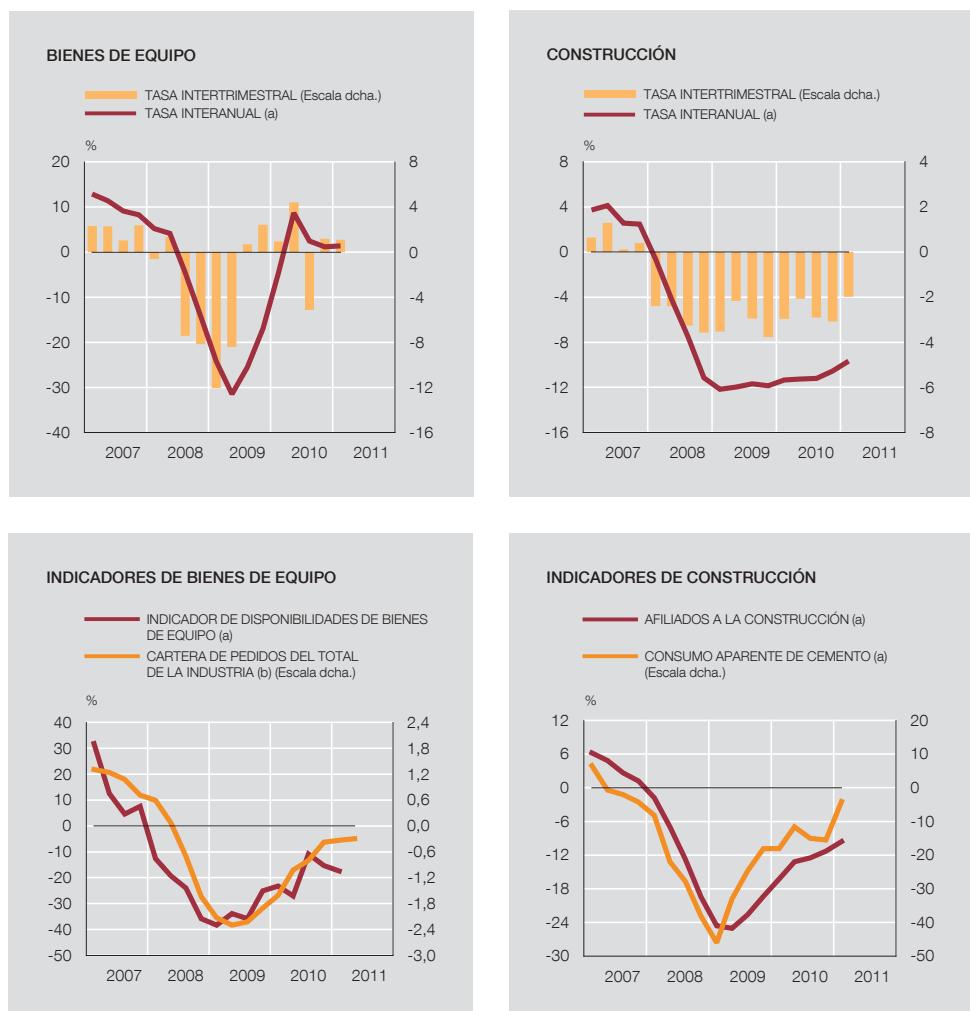
b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

intensidad en el primer trimestre ($-5,7\%$ en términos interanuales, 3 pp por debajo de la tasa del período octubre-diciembre). En cambio, con datos hasta febrero, las ventas interiores de las grandes empresas moderaron ligeramente su ritmo de caída interanual en el primer trimestre, con un comportamiento más favorable de los servicios de consumo. Entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se mantuvo en el primer trimestre en un nivel medio similar al de los meses finales de 2010, si bien se encuentra por debajo de su nivel medio histórico. También la confianza de los comerciantes minoristas mostró cierta estabilidad en ese período. Ya en abril, tanto el indicador de confianza de los consumidores como el del comercio minorista experimentaron una ligera mejoría.

Como se comentó anteriormente, la renta disponible de las familias retrocedió un 1,8%, en términos nominales, en 2010, de acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. En términos acumulados de cuatro trimestres, el ritmo de caída interanual de la renta de las familias se intensificó en los últimos meses del año, debido, sobre todo, al descenso de las contribuciones de las AAPP y de las rentas netas de la propiedad (en particular, de su componente de intereses). Esta evolución no pudo ser compensada por la mejora de las aportaciones de la remuneración de asalariados y el excedente de los trabajadores autónomos, componentes de la renta que atenuaron sus ritmos de descenso. La caída de la renta disponible en términos nominales y el aumento de la tasa de inflación redujeron el poder adquisitivo de las familias en los últimos trimestres, si bien su potencial impacto en el consumo se vio amortiguado por la disminución de la tasa de ahorro, que descendió casi 5 pp en 2010, hasta el 13,1% de la renta disponible de los hogares.

La inversión en bienes de equipo registró en los tres primeros meses de 2011 un crecimiento intertrimestral positivo, de magnitud similar al del trimestre anterior (véase gráfico 16). Asimismo, la tasa interanual habría permanecido aproximadamente estable. Este comportamiento podría estar ligado a la trayectoria favorable de la industria exportadora y a la necesidad de reponer equipo productivo después del intenso ajuste realizado durante la crisis. La producción industrial de estos bienes experimentó una mejora en términos interanuales en los dos primeros meses del año, aunque las importaciones atenuaron su ritmo de avance en ese período y las matriculaciones de vehículos de carga intensificaron su tasa de caída en el primer trimestre. En promedio trimestral, la confianza de los empresarios, tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo, repuntó ligeramente, si bien con un perfil descendente a lo largo del trimestre, lo que sugiere que la recuperación de este componente de la demanda podría frenarse en los próximos meses. Por último, la utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera continuó aumentando, hasta el 73,5%, si bien todavía se encuentra por debajo de su media histórica.

La posición financiera de las sociedades podría influir también en el ritmo de recuperación de su inversión. En este sentido, las cuentas no financieras de los sectores institucionales muestran que las empresas no financieras cerraron el año 2010 con una capacidad de financiación del 0,4% del PIB, frente a las necesidades del 2% del PIB en 2009, lo que podría señalar la existencia de unas condiciones adecuadas para afianzar el despegue de la inversión, aunque también puede ser consecuencia de las dificultades de las empresas para captar financiación ajena y, por tanto, del deseo de preservar las fuentes de financiación propia. Esta mejora de la posición patrimonial de las sociedades se debió al incremento del ahorro empresarial —con una recuperación del excedente que se benefició del ajuste de plantillas— y a factores de naturaleza más transitoria, como el descenso de los intereses pagados y de los impuestos. Por su parte, la inversión de las sociedades no financieras aumentó ligeramente su peso en el PIB en el conjunto de 2010, tras el retroceso de los dos años anteriores.



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

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.

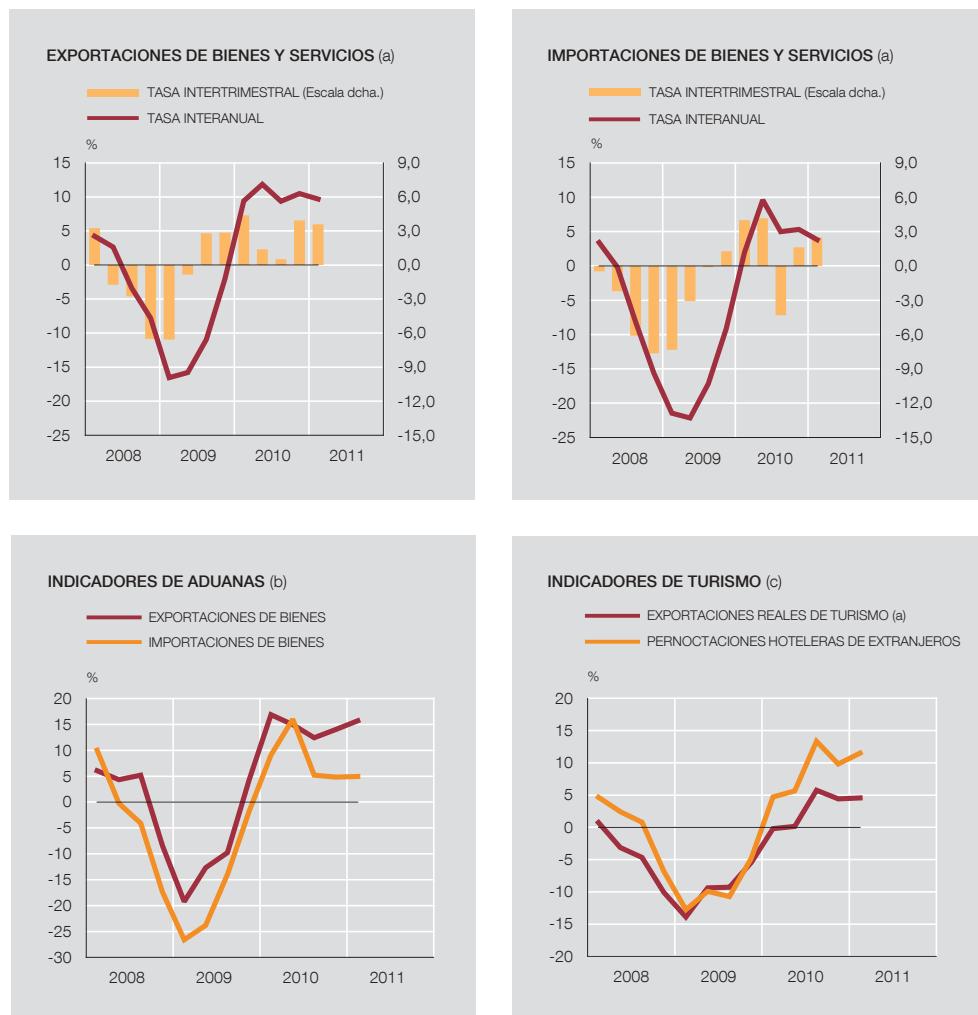
b. Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

El comportamiento contractivo de la inversión en construcción se suavizó en el primer trimestre, si bien todavía presenta una notable debilidad, reflejo de la continuación del proceso de redimensionamiento en el segmento residencial y del ajuste fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). En los meses más recientes, los indicadores del conjunto del sector relativos a la utilización de consumos intermedios, como el consumo aparente de cemento y el índice de producción industrial de materiales de construcción, y también los relativos al empleo presentaron retrocesos interanuales más moderados que los del trimestre anterior. En cambio, los indicadores de opinión de los empresarios del sector provenientes de las encuestas de la Comisión Europea reflejaron un empeoramiento significativo en la percepción de estos agentes sobre la evolución y perspectivas del sector durante los primeros meses del año.

Respecto a los distintos tipos de obra, la contracción de la inversión residencial continuó en el período enero-marzo, tanto en términos interanuales como intertrimestrales, aunque a un ritmo menos acusado que el registrado a finales de 2010. La reducción en el número de viviendas terminadas ha hecho que este vaya aproximándose gradualmente al de viviendas iniciadas, de modo que en los próximos trimestres se producirá una estabilización del número de viviendas

COMERCIO EXTERIOR
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 17



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

a. Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.

b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.

c. Series ajustadas de estacionalidad.

en construcción. Por el lado de la demanda de activos residenciales, los últimos datos disponibles sobre el número de compraventas registradas, correspondientes a enero y a febrero, muestran una recuperación notable en las cifras de trasmisiones. Sin embargo, es preciso puntualizar que esta evolución está relacionada con el desfase temporal existente entre la formalización de las operaciones de compraventa y su inscripción registral, de manera que ese retraso se debe, en realidad, al dinamismo de las transacciones en los meses finales de 2010, como consecuencia del cambio en el tratamiento de la adquisición de vivienda en el IRPF a partir del 1 de enero de 2011. Este cambio normativo de carácter fiscal podría estar determinando una caída significativa de las transacciones de viviendas en los meses iniciales del actual ejercicio, como consecuencia del posible adelantamiento de una parte de las mismas al ejercicio anterior. Por su parte, según los datos de visados y proyectos de obra nueva hasta febrero, tanto la edificación no residencial como la licitación de obra civil mantuvieron una acusada atonía.

La demanda exterior neta volvió a contribuir positivamente al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2011, en una magnitud de 0,3 pp en términos intertrimestrales. En términos

interanuales, la contribución habría sido aproximadamente de 1,4 pp, dos décimas más que en el último trimestre de 2010, en un contexto de evolución más dinámica de las exportaciones que de las importaciones (véase gráfico 17). La fortaleza de las ventas al exterior se apoyó en las elevadas tasas de avance que mantiene el comercio internacional, impulsado, principalmente, por la demanda de importaciones de Estados Unidos y de las economías emergentes. También la mejora de los indicadores de competitividad-precio favoreció las exportaciones, cuya cuota en los mercados internacionales posiblemente aumentó, en términos reales, en el primer trimestre de 2011. Por su parte, las compras al exterior de la economía española avanzaron a un ritmo lento, en consonancia con la debilidad de la demanda interna, y sustentadas, en gran parte, por el crecimiento de las exportaciones, cuyo contenido importador es relativamente elevado.

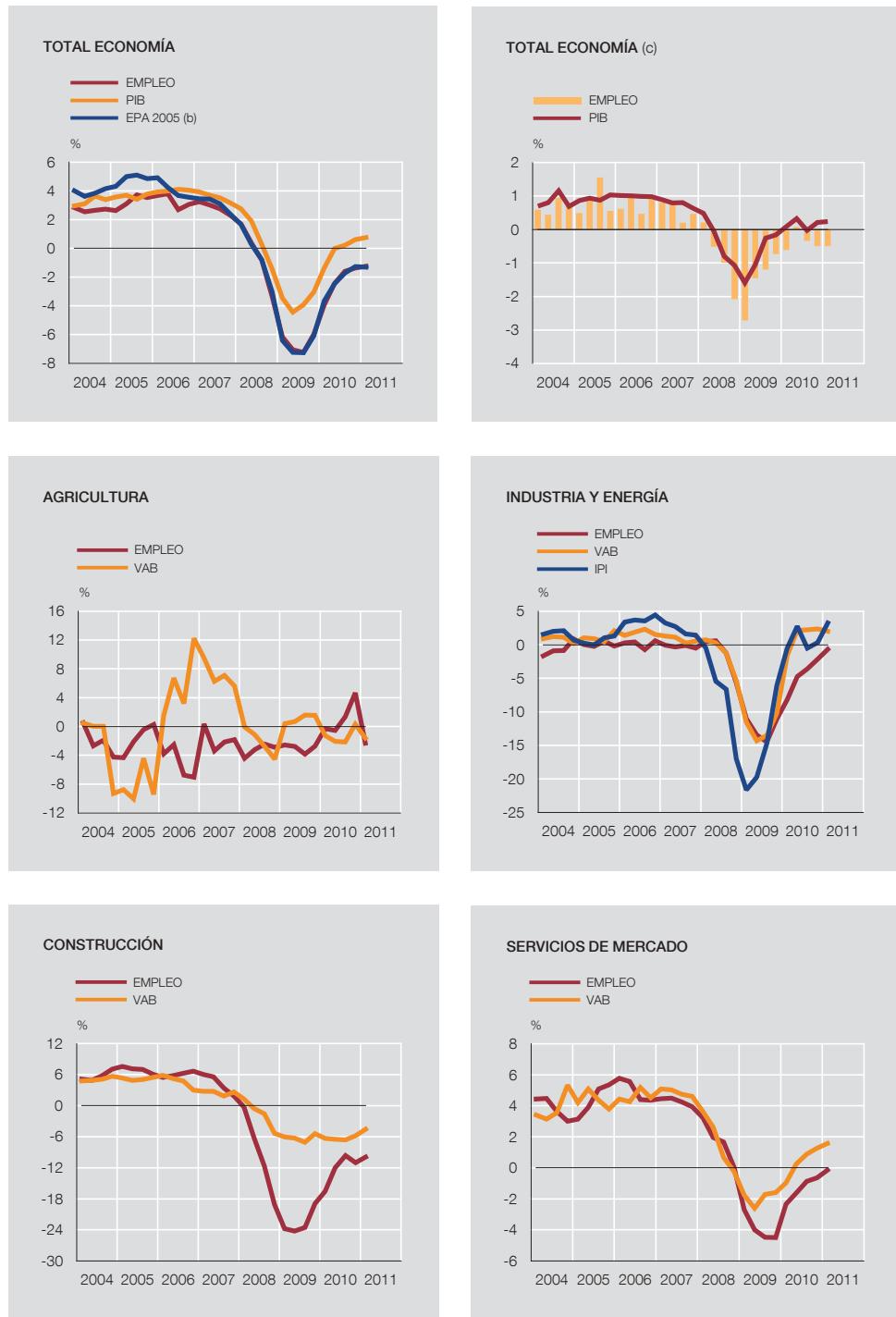
De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron casi un 20 %, en tasa interanual, durante el período enero-febrero, frente al 14 % observado en el cuarto trimestre de 2010. Esta aceleración fue generalizada, destacando el fuerte repunte de las ventas de bienes de equipo, que crecieron un 32 % —apoyadas en las exportaciones de material de transporte terrestre y de maquinaria—, y el mantenimiento de la tónica de elevado crecimiento de los productos intermedios, con un avance del 23 %. También mostraron un sensible dinamismo las ventas al exterior de alimentos y de ciertas manufacturas de consumo. Por áreas geográficas, repuntaron tanto las exportaciones destinadas a la UE —en particular, a Alemania y a Italia— como las dirigidas a países extracomunitarios, especialmente Estados Unidos, Rusia, China y América Latina.

En cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información disponible apunta a una evolución favorable de esta rúbrica en el primer trimestre, que consolida la senda de recuperación iniciada en 2010. Así, las tasas interanuales de entradas de turistas extranjeros y de pernoctaciones hoteleras se aceleraron en algo más de 1 pp con respecto al cuarto trimestre de 2010, hasta crecer, respectivamente, un 2,9 % y un 11 % en los tres primeros meses de 2011. El gasto nominal de los visitantes extranjeros también repuntó en dicho período, registrando un crecimiento del 2,4 % interanual, de acuerdo con EGATUR, mientras que la información de la Balanza de Pagos, con datos hasta febrero, confirma este tono positivo de los ingresos nominales por turismo. En el primer trimestre, la inestabilidad geopolítica en el norte de África y Oriente Próximo parece haber favorecido una recomposición de los flujos internacionales de turistas hacia España. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos atenuaron su ritmo de avance en el primer trimestre.

Las compras de bienes procedentes del exterior crecieron, según la información de Aduanas, un 8,5 %, en términos interanuales, en el bimestre enero-febrero. Esta tasa supera en casi 4 pp al incremento experimentado en el último trimestre de 2010. Por grupos de productos, el mayor vigor descansó en las importaciones de bienes intermedios no energéticos y en las de bienes de equipo, que crecieron respectivamente un 12 % y un 9 %, respectivamente. Por el contrario, aunque las importaciones de bienes de consumo siguieron cayendo, lo hicieron a un ritmo más moderado que en los meses anteriores, debido al tono más expansivo de los bienes de consumo no duradero y a la atenuación del ritmo de caída de las compras de automóviles. Por último, las importaciones reales de servicios ralentizaron su crecimiento en el primer trimestre de 2011, reflejando una sensible moderación de las compras de servicios no turísticos.

4.2 Producción y empleo

Durante el primer trimestre del año, el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado experimentó un modesto avance en términos intertrimestrales, algo superior al de los últimos meses de 2010 (véase gráfico 18). Entre las ramas de mercado, se estima que los servicios



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

y, sobre todo, la industria experimentaron, en comparación con ese período, una cierta mejora en su actividad.

En el caso de las ramas industriales, la estimación de fortalecimiento del ritmo de crecimiento intertrimestral de su VAB en el conjunto del trimestre se sustenta en la evolución del índice de producción industrial (IPI), que experimentó un comportamiento expansivo en los dos primeros meses de 2011. No obstante, la cartera de pedidos de la industria manufacturera fue desacelerándose progresivamente a lo largo del trimestre, al tiempo que el indicador de opinión de la Comisión Europea y el PMI disminuyeron, lo que apuntaría a una moderación de la recuperación.

Los indicadores de los servicios de mercado apuntan a un ligero fortalecimiento del crecimiento del VAB del sector en el primer trimestre del año, tanto en términos intertrimestrales como interanuales, aunque dentro de una tónica de escaso dinamismo. Así, en los dos primeros meses del año se ha mantenido la senda de lenta recuperación del indicador de cifra de negocios del sector servicios, que tuvo un carácter bastante generalizado por ramas y que se vio acompañada por un tono algo más favorable de la ocupación. Los datos de opinión muestran una evolución algo divergente. Por un lado, el indicador PMI mejoró en media trimestral, si bien el marcado deterioro del mes de marzo lo hizo retornar a su nivel de diciembre de 2010. Cabe destacar el comportamiento expansivo de las expectativas de negocio que recoge la encuesta. Por otro lado, el nivel medio de la confianza de los servicios de la Comisión Europea en el primer trimestre del año permaneció en el nivel registrado en el período octubre-noviembre de 2010. Sin embargo, en abril la confianza de este sector retrocedió.

En el mercado de trabajo, los indicadores mensuales señalan que continuó la destrucción de empleo durante el primer trimestre. Así, el promedio mensual de trabajadores afiliados a la Seguridad Social retrocedió un 1,2% respecto al mismo período del año anterior, caída que es apenas una décima menos acusada que la cifra media de los tres últimos meses de 2010. En términos intertrimestrales, el ritmo de caída de la afiliación, con un descenso del 0,3%, fue idéntico al del trimestre anterior. Por su parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) ralentizó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año, con un avance del 0,4% en tasa interanual, con retrocesos en los meses de febrero y marzo. Este menor dinamismo de la contratación ha afectado tanto a los trabajadores temporales como a los indefinidos, que han reducido ligeramente su peso sobre el total de contratos (hasta el 9,4%). En diciembre de 2010 venció el plazo establecido por la reforma laboral para que los contratos temporales existentes antes de su aprobación pudieran transformarse en indefinidos de fomento, lo que explica la fuerte pérdida de dinamismo que han registrado estas conversiones desde el inicio del año.

Por su parte, la EPA del primer trimestre muestra una caída interanual del empleo del 1,3%, idéntica cifra a la del trimestre anterior. La agricultura, la industria y los servicios no de mercado son las ramas que experimentaron un comportamiento peor que en el trimestre precedente. Las restantes ramas presentaron un comportamiento mejor, destacando la tasa interanual positiva en servicios de mercado, por primera vez desde el tercer trimestre de 2008. Por su parte, se intensificó el ritmo de caída del empleo del colectivo de no asalariados, que disminuyeron un 3,5%, frente al 1,9% del trimestre pasado, mientras que los asalariados moderaron ligeramente la intensidad de su descenso, del 1,2% al 0,9%. Por nacionalidad, la destrucción de puestos de trabajo se concentró en los trabajadores extranjeros, con un recorte del empleo del 4,5%, frente al -0,8% de los trabajadores españoles. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales registraron una tasa de variación interanual positiva (0,7%) por primera vez desde 2006, al tiempo que el colectivo con empleo indefinido intensificó seis décimas su ritmo de caída, hasta un 1,4%. Como resultado, la ratio de

temporalidad se mantuvo en el 24,8 %, igual que en el trimestre anterior y cuatro décimas superior a la existente un año antes (24,4 %). Por último, la contratación a tiempo parcial repuntó fuertemente en términos interanuales, pasando desde un 0,2 % en el cuarto trimestre de 2010 a un 4,7 % en el trimestre de referencia, mientras que los ocupados a tiempo completo disminuyeron un 2,2 %, siete décimas más que el trimestre previo. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 14,1 %, frente al 13,3 % de un año antes.

La población activa avanzó a menor ritmo que en el trimestre anterior (0,2 % frente al 0,6 % previo), en un entorno de estabilidad de la población mayor de 16 años (0,2 %) y de la tasa de actividad, que se situó en el 59,9 %, frente al 59,8 % observado en el primer trimestre de 2010. Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa en ambos colectivos moderó su ritmo de variación. Los activos femeninos aumentaron un 1,5 % en el primer trimestre de 2011, frente al 2,1 % del trimestre previo, mientras que en el colectivo masculino avanzaron un -0,8 %, dos décimas menos que el período anterior. Por nacionalidad, hay que destacar la intensificación del ritmo de descenso tanto de los activos como de la población mayor de 16 años de nacionalidad extranjera. Los primeros se redujeron un 2,8 %, frente al -0,6 % del trimestre previo, y los segundos un 1 % (-0,7 % el trimestre anterior). Como resultado, la tasa de actividad de este colectivo se situó en el 75,9 %, 1,4 pp menos que un año antes. Los activos de nacionalidad española, por su parte, se incrementaron un 0,8 % y su tasa de actividad se mantuvo en el 57,7 % por cuarto trimestre consecutivo.

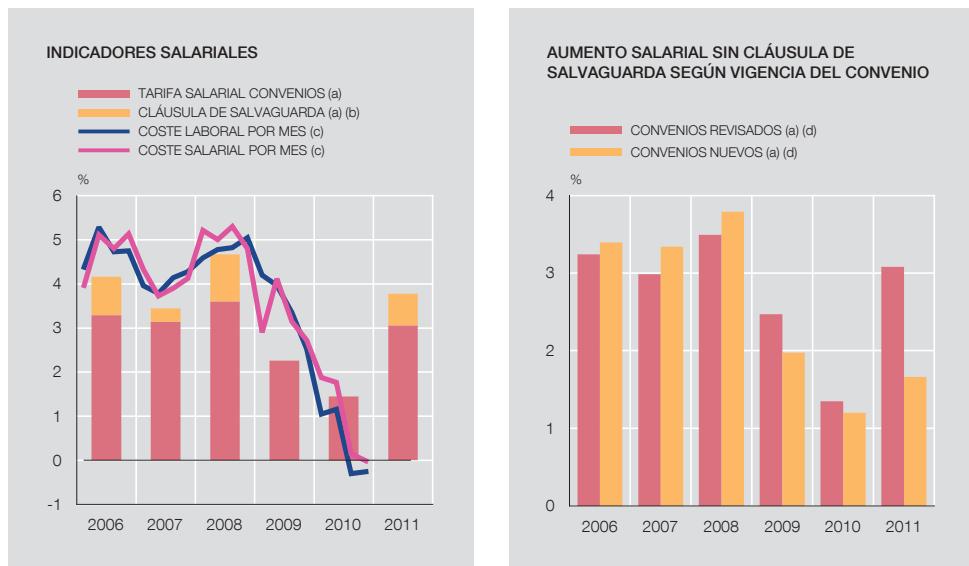
Finalmente, el desempleo aumentó en 213.500 personas respecto al cuarto trimestre de 2010, de forma que el número de parados se situó en los 4,9 millones. En términos interanuales, el avance del paro se moderó hasta una tasa de variación interanual del 6,4 %, en torno a dos puntos por debajo de la cifra del trimestre precedente. Por su parte, la tasa de paro aumentó en un punto en el trimestre, hasta alcanzar el 21,3 % de la población activa. De igual forma, los datos del paro registrado del SPEE confirmaron la moderación en la recuperación del mercado de trabajo, con un aumento del número de parados en el primer trimestre de 2011 del 4,2 %, frente al 6 % del trimestre anterior, frenándose en cierta medida la senda de desaceleración que caracterizó todo el ejercicio anterior.

4.3 Costes y precios

La subida media de las tarifas salariales acordada para el año 2011 en los convenios registrados hasta el mes de marzo ha sido del 3,1 %, lo que supone un repunte sustancial con respecto al 1,4 % pactado, en promedio, en 2010 (véase gráfico 19). Esta evolución salarial resulta preocupante, pues no parece acorde con la desfavorable situación del mercado laboral, si bien cabe esperar que, a medida que la negociación colectiva avance, la tasa media tienda a moderarse. En este sentido, debe considerarse que la información disponible sesga al alza el aumento de las tarifas salariales, pues casi todos los convenios registrados en el período enero-marzo corresponden a revisiones de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores, en los que los incrementos de tarifas están, en su mayor parte, referenciados al IPC de diciembre de 2010. Además, dentro de estos convenios revisados, los firmados antes de febrero de 2010, cuando se firmó el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC), contienen un incremento medio de las tarifas salariales del 3,4 %, frente al aumento del 2,1 % en los firmados con posterioridad a ese Acuerdo. Los convenios de nueva firma en 2011 son escasos, pero muestran un aumento de la tarifa más modesto, del 1,7 %. Por otra parte, el reciente incremento de la inflación ha activado las cláusulas de salvaguarda, cuya presencia, aunque menor que en años anteriores, es aún importante, pues afecta a casi un 50 % de trabajadores (70 % en diciembre de 2009). A partir de este conjunto de información, se estima que el ritmo de expansión interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado se incrementó hasta el 1,5 % en el período enero-marzo de 2011, frente al 0,9 % del trimestre anterior (véase gráfico 20). Esta trayectoria de

EVOLUCIÓN DE INDICADORES SALARIALES Y DE COSTES LABORALES

GRÁFICO 19

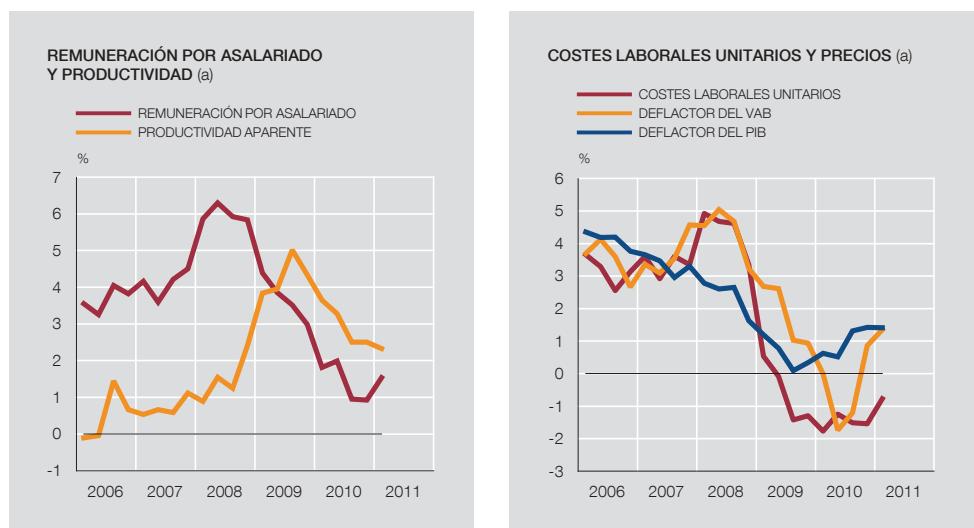


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2011.
- b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c. ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

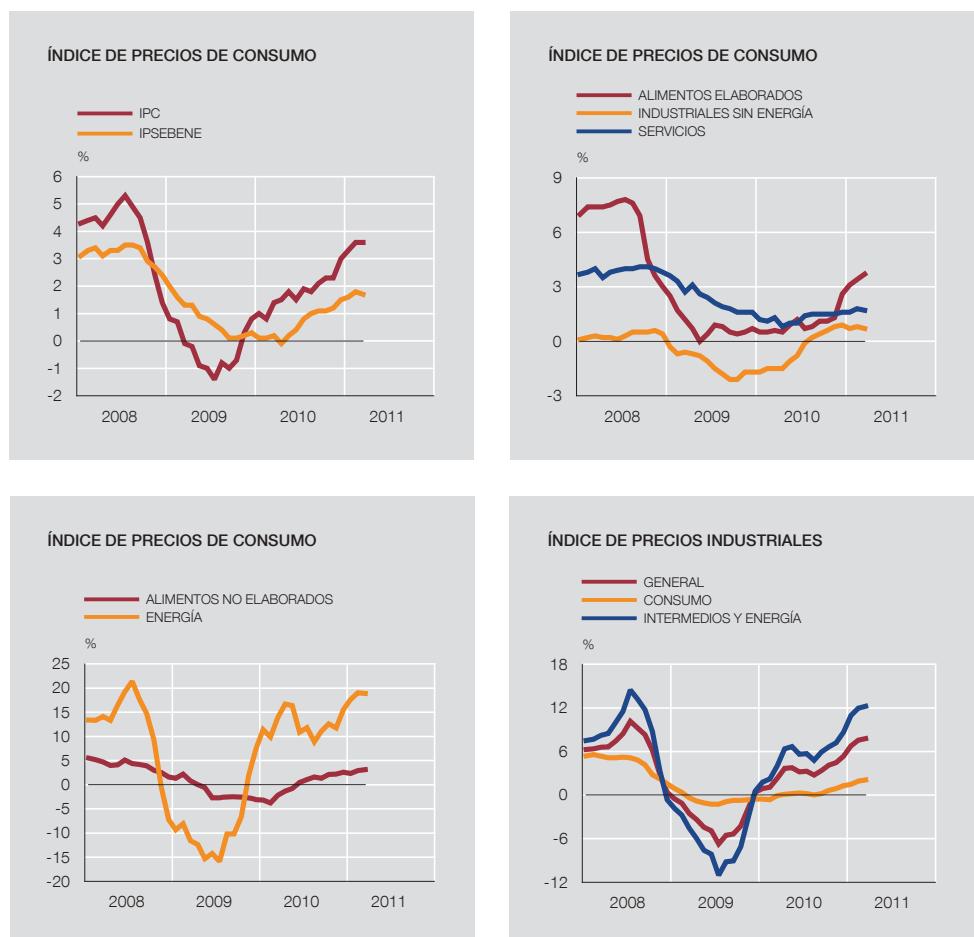
PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

GRÁFICO 20



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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



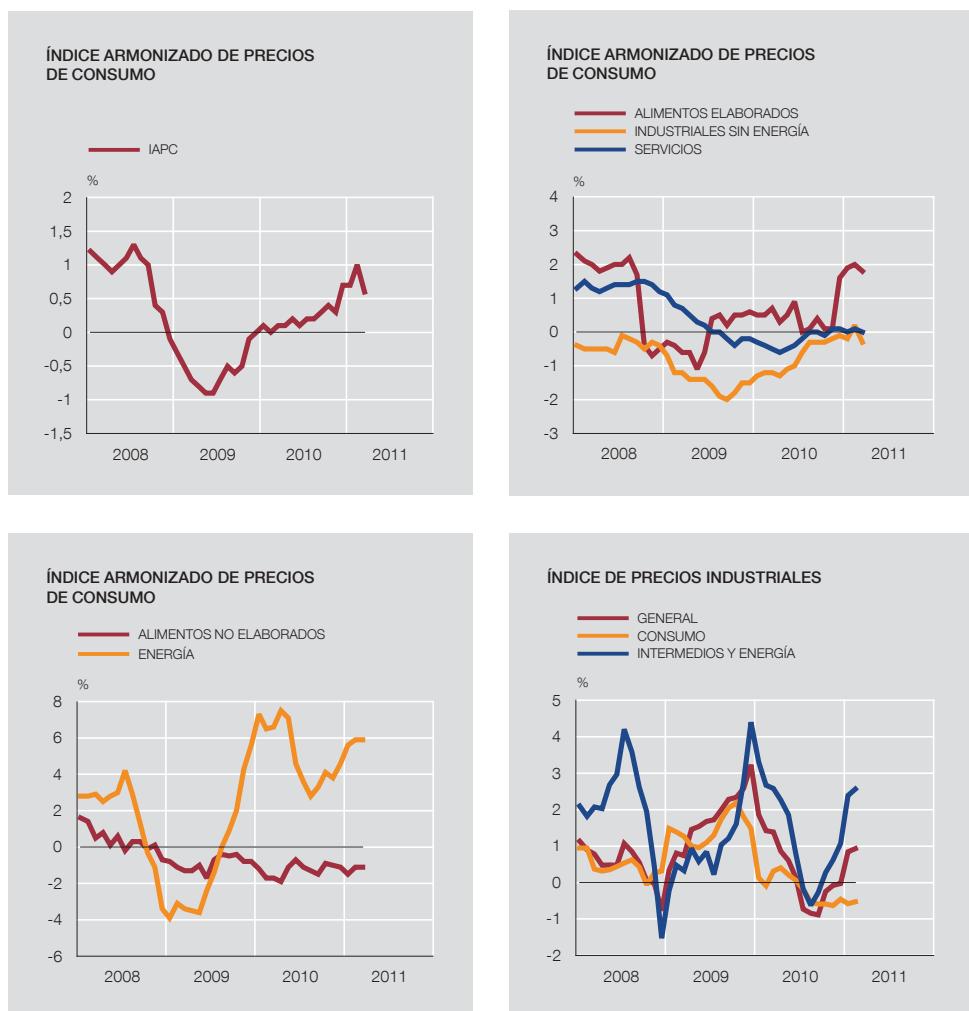
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

los salarios y la ligera desaceleración de la productividad conducirían a un descenso más moderado de los costes laborales unitarios en la economía de mercado.

En el primer trimestre de 2011, los deflactores de la mayor parte de los componentes de la demanda continuaron registrando crecimientos interanuales elevados, aunque algo inferiores a los del trimestre anterior. Cabe destacar la acusada reducción del deflactor del consumo público, como reflejo del recorte de las retribuciones de los empleados de las AAPP. Los precios de los bienes y servicios importados registraron una moderada desaceleración, si bien su tasa de crecimiento se mantuvo en el entorno del 7 %. Los precios de la producción interior —medidos por el deflactor del PIB— registraron un avance más moderado, del 1,4 %, ritmo de crecimiento similar al del trimestre anterior.

Los principales indicadores de precios de consumo continuaron acelerándose a lo largo del primer trimestre de 2011, si bien un análisis más pormenorizado del fenómeno inflacionista permite concluir que las presiones subyacentes siguen estando, por el momento, contenidas. La variación interanual del IPC en marzo fue del 3,6 %, tasa que supera en seis décimas a la correspondiente a diciembre del año pasado (véase gráfico 21). Esta evolución alcista de la inflación se explica, en gran medida, por el componente energético, cuya tasa en marzo fue del 18,9 %, 3,3 pp más que en diciembre. El encarecimiento del petróleo en los merca-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

dos internacionales impulsó al alza los precios de los carburantes y de otros combustibles líquidos, como el gasóleo de calefacción. Además, la evolución de este componente reflejó también el alza de los precios de la electricidad y el gas. La tasa de variación del IPSEBENE —índice que excluye no solo los precios de la energía, sino también de los alimentos no elaborados— aumentó, en cambio, solamente en dos décimas, hasta el 1,7 %. Dentro de este indicador, los precios de los alimentos elaborados aumentaron un 3,7 % interanual en marzo, 1,1 pp por encima de la tasa observada en diciembre de 2010, en parte por el encarecimiento de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales. El repunte fue más moderado en el caso de los servicios (0,1 pp), mientras que los bienes industriales no energéticos redujeron su crecimiento interanual en dos décimas. Además, una parte significativa del IPSEBENE refleja el impacto de los aumentos del IVA y del precio del tabaco, que debería ser transitorio. Finalmente, el indicador adelantado del IPC, que publica el INE desde enero, registró en abril un incremento del 3,8 %.

El repunte de la inflación en el primer trimestre de 2011, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue algo menor en España que en el área del euro, de modo que el diferencial de marzo —de 0,6 pp— fue una décima inferior al registrado en diciembre de

	Millones de euros y en porcentaje						
	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010 / 2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011 / 2010	Liquidación		
					2010 ENE-MAR	2011 ENE-MAR	Variación porcentual 2011 / 2010
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	127.337	24,8	106.020	-16,7	32.759	27.452	-16,2
Impuestos directos	59.262	9,5	55.239	-6,8	14.516	11.559	-20,4
IRPF	39.326	29,2	35.494	-9,7	12.924	10.411	-19,4
Sociedades	16.198	-19,8	16.008	-1,2	693	397	-42,7
Otros (a)	3.738	7,5	3.737	-0,0	899	751	-16,4
Impuestos indirectos	51.825	80,8	36.142	-30,3	14.314	11.844	-17,3
IVA	38.486	143,8	24.968	-35,1	11.311	9.716	-14,1
Especiales	10.338	1,9	8.179	-20,9	2.292	1.364	-40,5
Otros (b)	3.001	9,5	2.995	-0,2	712	765	7,5
Otros ingresos	16.251	-15,7	14.639	-9,9	3.929	4.049	3,0
2 PAGOS NO FINANCIEROS	179.572	-5,1	150.056	-16,4	48.305	36.613	-24,2
Personal	26.975	1,5	26.982	0,0	6.017	6.068	0,8
Compras	4.632	-4,7	3.384	-26,9	954	855	-10,4
Intereses	19.638	11,3	27.421	39,6	7.579	5.819	-23,2
Transferencias corrientes	104.656	-6,9	74.598	-28,7	26.348	18.354	-30,3
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	2.668	—	—	—	—
Inversiones reales	8.782	-16,1	5.793	-34,0	2.883	2.155	-25,3
Transferencias de capital	14.890	-14,2	9.208	-38,2	4.522	3.362	-25,7
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-52.235	—	-44.036	—	-15.546	-9.161	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales):							
TOTAL	135.862	16,3	141.538	4,2	38.451	39.944	3,9
IRPF	66.977	4,9	71.761	7,1	19.212	19.672	2,4
IVA	49.079	46,2	48.952	-0,3	14.584	15.748	8,0
Especiales	19.806	2,4	20.825	5,1	4.655	4.524	-2,8

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

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

2010 (véase gráfico 22). Sin embargo, el incremento de los precios energéticos en España fue muy superior al de la UEM, ampliándose el diferencial hasta 5,9 pp en marzo. Los precios de los alimentos elaborados también crecieron algo más que en el área del euro y el correspondiente diferencial se amplió en dos décimas, hasta 1,8 pp. En el caso de los servicios y de los bienes no energéticos, los diferenciales positivos fueron muy reducidos, cambiando incluso de signo una vez ajustados por el efecto de los cambios impositivos. Por último, el crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados continuó siendo inferior en España y el diferencial permaneció en -1,1 pp. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el diferencial en la inflación subyacente disminuyó hasta 0,1 pp, tras haber ascendido a 0,3 pp en diciembre. De acuerdo con el indicador adelantado del IAPC para abril, el diferencial del índice general se amplió una décima en abril, hasta 0,7 pp, pues el IAPC de España aumentó hasta el 3,5 %, y el del área del euro, hasta el 2,8 %.

El índice de precios industriales también experimentó una trayectoria alcista a lo largo del primer trimestre del año, al repuntar desde el 5,3 % en diciembre al 7,8 % en marzo. Por componentes, el aumento de las tasas fue generalizado, si bien su intensidad fue particularmente

	2009	2010	2011	Tasas de variación		
				2009 / 2008	2010 / 2009	2011 / 2010
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	135.716	124.559	123.241	-2,1	-8,2	-1,1
Ingresos corrientes	126.539	116.628	114.472	-2,7	-7,8	-1,8
– Impuestos directos	28.553	22.834	31.083	17,4	-20,0	36,1
– Impuestos indirectos	34.671	28.459	40.671	-20,0	-17,9	42,9
– Tasas, precios y otros ingresos	3.751	3.971	3.987	4,1	5,9	0,4
– Transferencias corrientes	59.040	60.878	38.257	1,2	3,1	-37,2
– Ingresos patrimoniales	523	486	474	6,3	-7,1	-2,5
Ingresos de capital	9.177	7.931	8.769	7,7	-13,6	10,6
– Enajenación de inversiones reales	633	518	1.760	2,0	-18,1	—
– Transferencias de capital	8.544	7.413	7.009	8,2	-13,2	-5,5
2 PAGOS NO FINANCIEROS	143.338	142.248	132.536	3,8	-0,8	-6,8
Pagos corrientes	114.592	115.658	111.189	4,8	0,9	-3,9
– Gastos de personal	46.759	47.542	44.951	5,6	1,7	-5,4
– Gastos corrientes en bienes y servicios	21.095	21.120	20.231	3,3	0,1	-4,2
– Gastos financieros	1.808	2.470	2.955	5,0	36,6	19,6
– Transferencias corrientes	44.831	44.438	42.975	4,6	-0,9	-3,3
– Fondo de contingencia y otros imprevistos	99	87	78	51,8	-11,7	-10,8
Pagos de capital	28.746	26.590	21.347	-0,2	-7,5	-19,7
– Inversiones reales	14.260	11.658	8.807	-1,7	-18,2	-24,5
– Transferencias de capital	14.486	14.932	12.540	1,2	3,1	-16,0
SALDO NO FINANCIERO	-7.622	-17.689	-9.295	—	—	—
% del PIB	-0,7	-1,7	-0,9	—	—	—
PRO MEMORIA (% del PIB):						
SALDO NO FINANCIERO (todas las CCAA)	-1,0	-2,3	—	—	—	—
SALDO DE CN	2,0	-3,4	-3,3	—	—	—
SALDO DE CN con aplazamientos (% del PIB)	2,0	-2,8	-1,3	—	—	—

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

a. En 2011, las comunidades de Cataluña y Baleares han prorrogado los presupuestos de 2010.

elevada en el caso de los bienes intermedios y, sobre todo, en el de los productos energéticos, muy afectados por la evolución del precio del crudo en este período. Este repunte de la inflación a lo largo de la cadena de producción apunta a la existencia de riesgos al alza para la evolución de los precios de consumo. Con datos hasta febrero, el diferencial entre los respectivos ritmos de avance de los precios de producción en España y en la zona del euro aumentó hasta 1 pp. Los índices de precios de exportación e importación de productos industriales también se aceleraron, alcanzando en febrero tasas del 7,4 % y del 11,1 %, respectivamente.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

La última información estadística disponible para el conjunto del sector de las Administraciones Públicas (AAPP) se refiere al cierre de 2010. Por agentes, se dispone de información más reciente relativa a la ejecución presupuestaria en el primer trimestre de 2011 para los subsectores Estado y Seguridad Social (véanse cuadros 4 y 6, respectivamente). En el caso de las CCAA, no se dispone de información homogénea relativa a la ejecución presupuestaria del gasto conjunto de las CCAA que permita evaluar el grado de cumplimiento de los presupuestos iniciales (que, de manera agregada, se recogen en el cuadro 5).

En términos de Contabilidad Nacional, según los datos de ejecución presupuestaria hasta marzo de 2011, el Estado habría registrado un déficit de 6,9 mm de euros, 1,8 mm de euros

	Millones de euros y en porcentaje						
	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010 / 2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011 / 2010	Liquidación		
					2010 ENE-FEB	2011 ENE-FEB	Variación porcentual 2011 / 2010
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	119.481	-3,4	123.405	3,3	19.760	19.581	-0,9
Cotizaciones sociales	108.358	-4,4	111.778	3,2	17.800	17.564	-1,3
Transferencias corrientes	8.357	12,3	8.154	-2,4	1.140	1.203	5,5
Otros ingresos	2.765	-6,7	3.473	25,6	821	814	-0,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	116.601	1,9	118.826	1,9	15.537	16.125	3,8
Personal	2.483	1,2	2.378	-4,2	324	319	-1,5
Compras	2.032	1,9	1.719	-15,4	146	165	13,1
Transferencias corrientes	111.557	1,9	114.279	2,4	15.054	15.633	3,8
Pensiones contributivas	95.320	2,1	99.090	4,0	13.319	14.012	5,2
<i>Incapacidad temporal</i>	7.373	-9,5	7.009	-4,9	371	326	-11,9
Resto	8.864	11,0	8.181	-7,7	1.364	1.294	-5,2
Otros gastos	529	-6,1	450	-15,0	13	8	-35,2
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	2.880	—	4.579	—	4.224	3.456	—

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

menos que hasta marzo de 2010. Por otra parte, en términos de caja, el Estado registró en el primer trimestre de 2011 un déficit de 9,2 mm de euros, cifra inferior a la observada en el mismo período del año anterior, que ascendió a 15,6 mm de euros (véase cuadro 4). Aunque tanto los ingresos como los gastos siguieron una tendencia decreciente en el primer trimestre del año, la tasa de variación interanual de los gastos en términos de caja, que se situó en un -24,2 %, compensó de forma holgada el ritmo de desaceleración de los ingresos, que se redujeron en un 16,2 %. No obstante, el significado de estas tasas es reducido, pues las cifras de ingresos y gastos de este año no son comparables con las del año pasado. En concreto, la evolución de los ingresos y gastos del Estado se verá afectada durante todo el año por la aplicación plena del nuevo sistema de financiación de las CCAA, que reciben más participación en los impuestos (lo que, en contrapartida, implica que los ingresos del Estado sean menores) y obtienen menos transferencias del Estado (esto es, se produce una disminución de los pagos de este).

En el caso de los gastos, destacan las caídas observadas en los gastos de capital y en las compras de bienes y servicios, mientras que los pagos de intereses, que también mostraron un descenso, deberían acelerarse en los próximos meses. En cuanto a los ingresos, en la recaudación total de impuestos (véase cuadro 4), que tiene en cuenta tanto la participación del Estado como la de las Administraciones Territoriales (AATT), cabe destacar el buen comportamiento de la recaudación por IVA, que mostró una tasa de crecimiento del 8 %, debida en parte al efecto de la subida de los tipos en julio de 2010, y la moderación en la recaudación por impuestos especiales en el primer trimestre del año, que cayó en un 2,8 %. Entre los impuestos directos, la recaudación por IRPF exhibió una evolución contenida. En el caso del impuesto de sociedades, los datos disponibles en el primer trimestre de cada año no resultan muy informativos, dado que no incorporan la información referida al primer pago a cuenta de abril.

En relación con el Sistema de Seguridad Social, los últimos datos de ejecución son los correspondientes a marzo de 2011 (aunque los detalles completos solo se encuentran disponibles

		Millones de euros		TASA DE VARIACIÓN 2011 / 2010 (b)
		Enero-febrero		
		2010	2011	
INGRESOS	Cuenta corriente	46.615	53.462	14,7
	<i>Mercancías</i>	26.644	33.510	25,8
	<i>Servicios</i>	12.591	12.914	2,6
	– Turismo	4.531	4.834	6,7
	– Otros servicios	8.060	8.080	0,3
	<i>Rentas</i>	5.262	4.939	-6,1
	<i>Transferencias corrientes</i>	2.118	2.100	-0,9
	Cuenta de capital	1.776	1.622	-8,6
	Cuentas corriente + capital	48.391	55.084	13,8
PAGOS	Cuenta corriente	58.112	65.438	12,6
	<i>Mercancías</i>	33.762	40.920	21,2
	<i>Servicios</i>	10.203	10.280	0,8
	– Turismo	1.787	1.825	2,1
	– Otros servicios	8.416	8.455	0,5
	<i>Rentas</i>	8.444	8.723	3,3
	<i>Transferencias corrientes</i>	5.703	5.516	-3,3
	Cuenta de capital	237	183	-22,8
	Cuentas corriente + capital	58.349	65.621	12,5
SALDOS	Cuenta corriente	-11.497	-11.976	-479
	<i>Mercancías</i>	-7.118	-7.410	-292
	<i>Servicios</i>	2.388	2.634	246
	– Turismo	2.744	3.009	265
	– Otros servicios	-356	-375	-18
	<i>Rentas</i>	-3.182	-3.784	-602
	<i>Transferencias corrientes</i>	-3.585	-3.416	169
	Cuenta de capital	1.539	1.439	-99
	Cuentas corriente + capital	-9.958	-10.537	-579

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

hasta febrero, que son los que se muestran en el cuadro 6). Estas cifras muestran un superávit no financiero de 6,1 mm de euros, lo que supone una mejora de 0,2 mm de euros en comparación con el superávit acumulado hasta marzo del pasado año. Por el lado de los ingresos, las cotizaciones sociales registraron una caída del 0,9 % (frente a la del 1,3 % de febrero) (véase cuadro 6), como consecuencia del comportamiento todavía desfavorable de las afiliaciones a la Seguridad Social en el primer trimestre del año. Por su parte, los gastos registraron un aumento del 2,7 %, debido al alza de la partida de pensiones contributivas en un 5,1 %, que se vio parcialmente compensado por la reducción del gasto en el resto de transferencias corrientes.

Por lo que respecta al SPEE, los últimos datos disponibles hasta el mes de febrero apuntarían a una significativa reducción en los pagos por prestaciones de desempleo con respecto al mismo período del año 2010, en el entorno del 7 %, en consonancia con la disminución en el número de beneficiarios del sistema de protección por desempleo. En este sentido, dada la evolución observada en el número de parados, la tasa de cobertura del desempleo habría caído unos cuatro puntos entre diciembre de 2010 y febrero de 2011, y algo más de siete puntos desde febrero de 2010.

4.5 *La balanza de pagos*

En los dos primeros meses de 2011 la necesidad de financiación de la economía española fue ligeramente superior a la del año anterior (véase cuadro 7). El saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital mostró un déficit de casi 12 mm de euros, un 4 % superior al del mismo período de 2010, incremento que es atribuible a la ampliación de los déficits de mercancías y de rentas, que compensó la reducción del saldo negativo de transferencias corrientes y el aumento del superávit de servicios. Por su parte, el superávit por operaciones de capital disminuyó de forma moderada.

En el período enero-febrero de 2011 el déficit de la balanza comercial aumentó un 4 %, hasta 7,4 mm de euros, debido al incremento de la factura energética, que contrarrestó la mejora del saldo no energético. El superávit de la balanza de servicios ascendió a 2,6 mm de euros, un 10 % más que en los dos primeros meses de 2010, como reflejo del aumento del saldo de turismo. En sentido contrario, el saldo negativo de la balanza de rentas se elevó en enero-febrero hasta situarse en 3,8 mm de euros, frente a 3,2 mm en el mismo período de 2010. Por su parte, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se redujo un 5 %, hasta 3,4 mm de euros.

5.1 Rasgos más destacados

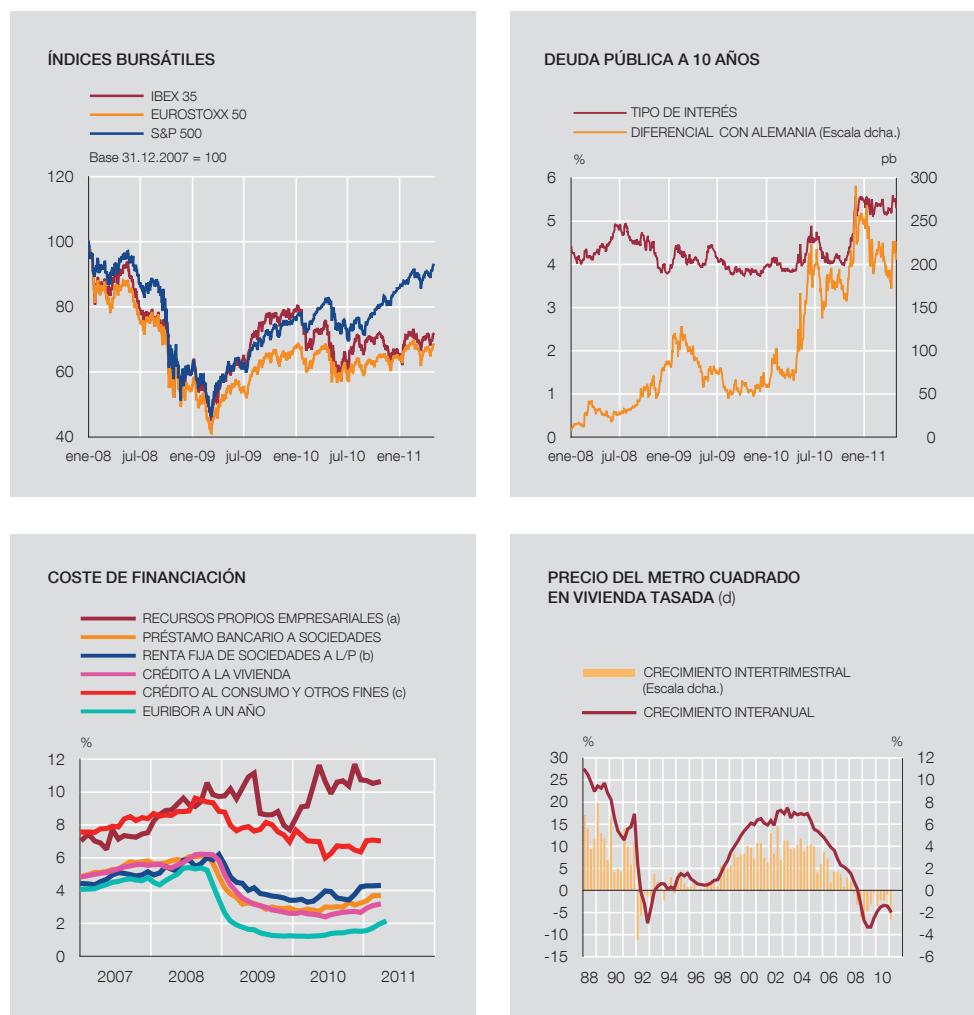
Durante el primer trimestre de 2011 España tendió a desligarse del grupo de países más severamente afectados por la crisis de la deuda soberana, desarrollo que se vio favorecido tanto por las diversas medidas tomadas por las autoridades nacionales como por los acuerdos de los jefes de Estado o de Gobierno de la UE en el ámbito de la reforma de la gobernanza económica europea. La evolución de los mercados financieros durante este periodo se vio condicionada también por el aumento de la incertidumbre a raíz de las crisis geopolíticas en el norte de África y Oriente Medio y, más recientemente, por el terremoto en Japón y su crisis nuclear, que se tradujeron en una caída de las cotizaciones, que revertió posteriormente, y en un repunte de su volatilidad.

Así, en el mercado español de deuda pública, a pesar de la rebaja de un escalón, el 10 de marzo, de la calificación crediticia a largo plazo por Moody's de Aa1 a Aa2, la rentabilidad a diez años se redujo, a lo largo de los tres primeros meses de 2011, en 20 pb y su diferencial respecto al bono alemán a idéntico plazo retrocedió en unos 60 pb (hasta situarse en torno a los 190 pb). Asimismo, las primas de riesgo crediticio de las sociedades españolas negociadas en los mercados de derivados registraron una trayectoria descendente, más acusada en el caso de las entidades de crédito que en el de las empresas no financieras. Como consecuencia de este clima de recuperación de la confianza de los inversores en la economía española, mejoró el acceso de los emisores residentes a la financiación mayorista, lo que se reflejó en un aumento de la actividad en los mercados primarios de renta fija y en los de eurepos con contrapartida central. No obstante, durante abril se ha vuelto a producir un repunte de los tipos de interés de la deuda soberana en algunos países del área del euro que, en esta ocasión, ha afectado también a la española, situándose a finales de dicho mes la rentabilidad a diez años en torno al 5,3% y el diferencial, con respecto a la referencia alemana al mismo plazo, alrededor de los 205 pb. Por su parte, el IBEX 35 se revalorizó durante el primer trimestre un 7,3%, frente al ascenso del 4,2% del EUROSTOXX 50 y del 5,4% del S&P 500 (véase gráfico 23). En la fecha de cierre de este informe, el índice español se situaba casi un 3 % por encima de los valores registrados un mes antes.

En el mercado interbancario los tipos de interés tendieron a elevarse, como consecuencia de las expectativas de subida de los tipos oficiales, que se confirmaron el 7 de abril con un aumento de 25 pb. Así, a finales de ese mes, el EURIBOR a un año se situaba en el 2,1 % (más de 60 pb por encima del dato de diciembre).

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda libre siguió reduciéndose durante los tres primeros meses de 2011 y lo hizo a un ritmo más intenso que en el trimestre anterior, probablemente inducido, en alguna medida, por la eliminación parcial en enero de 2011 de las deducciones fiscales por la compra de vivienda habitual. La tasa de disminución interanual se situó en marzo en el 4,7 %, frente al retroceso del 3,5 % en diciembre (véase gráfico 23). La caída acumulada desde los máximos alcanzados a principios de 2008 asciende a un 15 % (20 % en términos reales).

La última información disponible sobre los costes de financiación bancaria del sector privado, correspondiente a marzo, muestra que, durante los primeros meses de 2011, las entidades han tendido a elevar los márgenes aplicados, lo que apunta a que ya habrían empezando a trasladar a sus clientes el encarecimiento que experimentaron en sus pasivos a lo largo del año pasado como consecuencia de las tensiones financieras en los mercados mayoristas. A ello se



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

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

unió el efecto del incremento de las rentabilidades interbancarias, que habitualmente se utilizan como referencia para los préstamos (véase recuadro 5).

Por su parte, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de abril, los criterios de concesión de créditos durante los tres primeros meses del año se endurecieron ligeramente para los hogares, mientras que se mantuvieron estables para las sociedades¹. La demanda de fondos por parte de las empresas mostró un incremento moderado, al tiempo que las peticiones de las familias disminuyeron, en particular, las destinadas a la adquisición de vivienda.

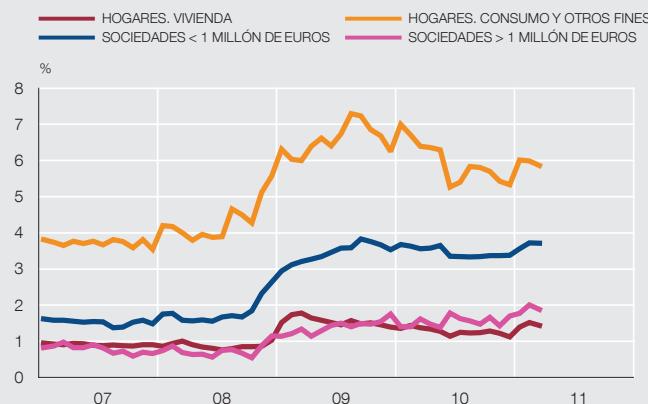
1. Para más detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2011», de Maristela Mulino, en este mismo *Boletín Económico*.

En España, los tipos de interés de los préstamos concedidos por las entidades de crédito están mayoritariamente referenciados, o siguen muy de cerca, a la evolución de las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios¹. No obstante, la diferencia entre el coste de las nuevas operaciones y los tipos de referencia (es decir, el margen aplicado) no es constante, sino que fluctúa en el tiempo. El gráfico 1 adjunto muestra como, desde mediados de 2008, estos márgenes tendieron a elevarse de forma generalizada, aunque con diferente intensidad en unos casos y otros. Dicho aumento respondió tanto a factores transitorios (como el retraso con el que los descensos en los tipos

1. Véase, por ejemplo, el artículo de F. Sáez «La relación entre los tipos de interés del crédito bancario y los del mercado interbancario», en el *Boletín Económico* del Banco de España de mayo de 1996.

de interés de referencia se transmiten a los de las operaciones bancarias) como a una revisión de las primas requeridas, debido a la crisis económica y a la reevaluación generalizada del riesgo, ocurrida a nivel tanto nacional como internacional, después de un largo período en el que estas se habían situado en valores muy reducidos. Así, por ejemplo, en los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, tras un repunte inicial en el comienzo de 2009, el margen medio aplicado a las nuevas operaciones tendió a reducirse progresivamente en los meses posteriores, hasta alcanzar, a finales de 2010, niveles parecidos a los de antes de la crisis. Por el contrario, en los segmentos que llevan aparejada una mayor probabilidad de impago (como el crédito al consumo o la financiación a pymes, aproximada aquí por los préstamos a sociedades por importe inferior a un millón de euros), el incremento fue más acusado y más permanente.

1 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO BANCARIO (a)



2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS DE LOS PASIVOS BANCARIOS



3 DISTRIBUCIÓN DEL DIFERENCIAL DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS POR EMISIÓNES INDIVIDUALES (e)



4 SORPRESAS EN LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS (b)



FUENTES: AIAF, Datastream, JP Morgan y Banco de España.

- a. Calculados respecto al EURIBOR a un año en el caso del crédito para adquisición de vivienda y respecto al EURIBOR a tres meses en el resto. En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que puede ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines, como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.
- b. Diferencia entre dato observado y dato previsto con un modelo estimado hasta diciembre de 2009. Dicho modelo incorpora como variables explicativas las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario y la tasa de paro como indicador de la evolución del ciclo.
- c. Tipo de interés medio negociado en AIAF menos EURIBOR a un año.
- d. Obtenido a partir de la media aritmética de los datos individuales de siete entidades para las que se dispone de información.
- e. Asset swap spread a tres-cinco años.

En 2010, como consecuencia, principalmente, de las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro, se produjo un notable encarecimiento de la financiación de las instituciones de crédito españolas (véase gráfico 2). Prácticamente todas sus fuentes de recursos ajenos se vieron afectadas. Las primas exigidas a nuestras entidades en los mercados mayoristas de renta fija a medio y largo plazo llegaron a alcanzar, en media, niveles superiores a los 250 pb, para las operaciones con garantías hipotecarias, y los 400 pb, para las realizadas sin colateral (aproximadas por el precio de los CDS). Los aumentos fueron menores en el segmento de valores a corto plazo, pero también significativos. Como consecuencia, las entidades españolas intensificaron sus esfuerzos para captar depósitos a plazo de la clientela y el tipo de interés de estos se incrementó por encima de lo que cabría esperar de acuerdo con la evolución de las rentabilidades interbancarias. Únicamente los tipos de interés de los depósitos a la vista siguieron evolucionando en línea con su patrón histórico. Aunque las tensiones —y las correspondientes primas— tendieron a moderarse en los meses iniciales de 2011, aún permanecen elevadas. Por otra parte, como muestra el gráfico 3, existe una importante dispersión entre entidades en el coste de financiación en los mercados. Este aumento de los costes del pasivo ha introducido un nuevo elemento de presión sobre las cuentas de resultados de las entidades de crédito españolas. Según algunos ejercicios realizados, ponderando las distintas fuentes de financiación de acuerdo con su peso relativo, se estima que el incremento medio en el coste de los recursos ajenos destinados a financiar el crédito, a lo largo de 2010, habría sido de en torno a 60 pb.

El gráfico 4 muestra la diferencia entre los tipos de interés del crédito observados y los valores previstos de acuerdo con un modelo que incluye como variables explicativas tanto las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios como el ciclo económico, pero no el encarecimiento del pasivo de las entidades por las tensiones en

los mercados financieros. Como puede verse, hasta finales de 2010 no se aprecia que estas trasladaran dicho encarecimiento al coste de sus operaciones crediticias con hogares y sociedades, ya que la evolución observada se ajustó en gran medida al comportamiento de los determinantes incluidos en la ecuación, aunque en los préstamos a hogares para consumo y otros fines las diferencias fueron mayores, como consecuencia del comportamiento más volátil de este segmento y el consiguiente peor ajuste del modelo.

Sin embargo, la persistencia de las tensiones y el consecuente impacto sobre las cuentas de resultados habrían llevado a un cambio en los primeros meses de 2011. Como puede verse en el gráfico 4, entre diciembre de 2010 y marzo del año en curso, los tipos de interés del crédito a sociedades no financieras y a hogares para adquisición de vivienda registraron un incremento (no explicado por los determinantes distintos del coste de la financiación) de unos 30 pb. En el caso de las operaciones de financiación para consumo y otros fines, se observa también un aumento notable, aunque partiendo de niveles negativos.

Esta evidencia apunta a que en el primer trimestre del año las entidades de crédito españolas habrían comenzado a trasladar a sus operaciones de activo sus mayores costes de financiación, haciéndolo de una forma significativa, pero todavía incompleta. No cabe descartar, por tanto, incrementos adicionales en los próximos meses, si bien la evolución futura dependerá del comportamiento de las tensiones en los mercados financieros, de la competencia en la captación de depósitos y de la capacidad de los prestamistas para trasladar esos mayores costes al crédito. Las divergencias existentes dentro del sector en el grado de acceso a los mercados, por otra parte, hacen que su necesidad de repercutir dichos costes en el activo sea distinta. Esto podría limitar, por un lado, el grado de traslación en un entorno de competencia y, por otro, implicaría una mayor presión sobre la cuenta de resultados de algunas instituciones.

Los datos más recientes sobre la financiación del sector privado, correspondientes a febrero, evidencian un menor dinamismo en el crédito a las familias, que pasó a avanzar a una tasa ligeramente negativa, al tiempo que el ritmo de expansión de la deuda de las sociedades sigue situándose en valores reducidos, si bien se aprecian algunas diferencias importantes por instrumentos (véase gráfico 4). Así, en los préstamos procedentes de las entidades residentes se intensificó algo el ritmo de contracción, mientras que para el resto de los recursos ajenos se continuó observando un comportamiento más expansivo. La información provisional del mes de marzo apunta a una continuación de estas tendencias.

La estabilidad de los pasivos de las familias, durante los tres últimos meses de 2010, junto con el estancamiento de los ingresos observados, se tradujo en un mantenimiento de la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) de este sector, de modo que permanece en niveles elevados. Sin embargo, la carga financiera siguió reduciéndose, gracias a los menores pagos por intereses, que recogen con un cierto retraso los cambios en el coste del crédito de las operaciones nuevas y en las rentabilidades interbancarias. La tasa de ahorro

bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda también continuaron descendiendo. Por su parte, la riqueza neta de los hogares se redujo ligeramente, como resultado del moderado avance del valor de sus tenencias de instrumentos financieros y de la reducción del de los activos inmobiliarios. Los datos de avance disponibles apuntan a una continuación de las tendencias anteriores durante los primeros meses de 2011.

En el caso de las sociedades, la ratio de endeudamiento registró una ligera disminución durante el cuarto trimestre de 2010, por lo que se mantiene en niveles elevados. En cambio, la de carga financiera empezó a repuntar levemente, en línea con el ascenso del coste de los fondos durante los últimos meses. Estas mismas pautas se habrían prolongado durante los primeros meses de 2011. Los datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) correspondientes al cuarto trimestre del pasado ejercicio revelan una cierta recuperación de las rentas empresariales en 2010 en comparación con 2009. No obstante, el dinamismo de los resultados fue perdiendo intensidad a medida que transcurría el año.

El volumen de créditos dudosos ha continuado creciendo durante los primeros meses de 2011. Como consecuencia de ello y de la estabilidad de la deuda, la ratio de dudosos ha seguido elevándose. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades, los intermediarios distintos de las entidades de crédito), dicho indicador se situó, en febrero, en el 6,2 %, 0,4 pp por encima del dato de diciembre de 2010.

En el caso de las AAPP, el crecimiento interanual de la deuda repuntó durante los primeros meses de 2011, concentrándose las emisiones netas en instrumentos a largo plazo. La rápida expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad en el crecimiento del PIB, se tradujo en nuevos incrementos en la ratio de endeudamiento.

La información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al cierre de 2010, recoge una nueva disminución de las necesidades de financiación de la nación, que supusieron el 3,9 % del PIB en términos acumulados de doce meses (0,5 pp por debajo del nivel de septiembre; véase cuadro 8). Esta evolución resultó de un ascenso de la capacidad de financiación de las familias y las empresas no financieras, que fue parcialmente compensado por el aumento del déficit de las AAPP y por la ligera disminución del ahorro de las instituciones financieras. Por instrumentos, la financiación exterior se cubrió en parte mediante entradas de capital (en especial, de las materializadas en valores emitidos por las AAPP, que compensaron la contracción neta de las tenencias de no residentes de títulos emitidos por el resto de emisores nacionales) y también a través de la reducción de los activos exteriores de los sectores residentes (en particular, de los inversores institucionales). La información disponible de la Balanza de Pagos apunta a una prolongación de estas mismas pautas durante los meses de enero y febrero.

En resumen, durante el primer trimestre de 2011, España se distanció del grupo de países más duramente afectados por la crisis de la deuda soberana en el área del euro, lo que permitió una cierta relajación de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas. No obstante, las primas de riesgo se mantuvieron todavía en niveles elevados desde una perspectiva histórica y estuvieron sujetas a nuevos vaivenes ligados a los cambios de percepción del mercado sobre los distintos acontecimientos que pueden condicionar la evolución de la crisis de deuda soberana en los diversos países. Por su parte, el repunte de los tipos de interés en los mercados monetarios y el ascenso de los diferenciales que

	Porcentaje del PIB								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010			
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Economía nacional	-6,5	-8,4	-9,6	-9,2	-5,1	-4,4	-4,5	-4,4	-3,9
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-8,4	-11,1	-13,4	-6,8	4,6	5,3	4,3	3,6	4,4
Sociedades no financieras	-7,1	-9,5	-11,5	-7,1	-1,3	0,5	0,8	0,8	1,3
Hogares e ISFLSH	-1,3	-1,7	-1,9	0,2	5,9	4,8	3,5	2,8	3,1
Instituciones financieras	0,9	0,7	1,9	1,8	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0
Administraciones Públicas	1,0	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-11,0	-10,0	-9,1	-9,2
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-11,4	-17,8	-15,9	-11,9	-1,3	0,7	0,9	-0,8	-0,8

FUENTE: Banco de España.

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

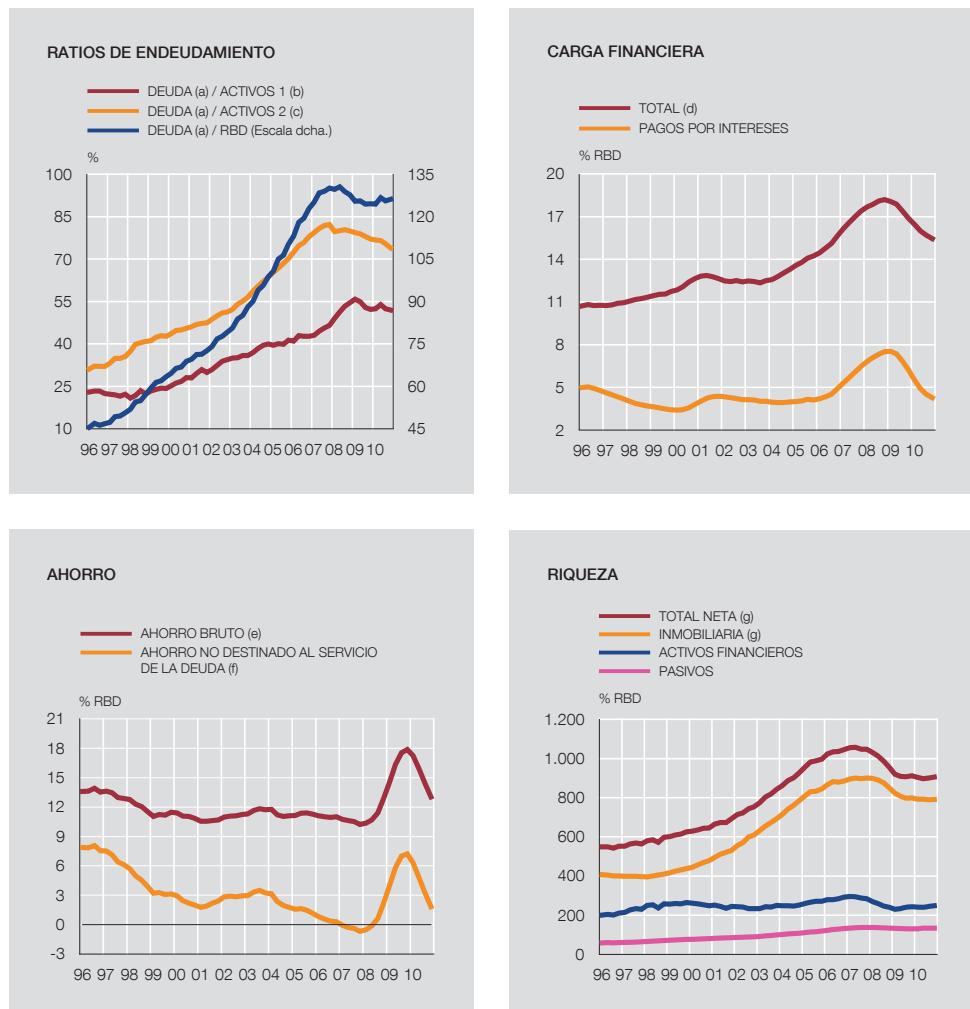
aplican las entidades de crédito a familias y empresas se está traduciendo en un aumento de los costes de financiación del sector privado. Esta evolución, junto con el necesario desaparcamiento de estos agentes, está limitando el avance del crédito bancario, que tendió a contraerse ligeramente durante los primeros meses de este año.

5.2 El sector hogares

Entre diciembre de 2010 y marzo de 2011, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a los hogares aumentaron 49 pb y 70 pb en los préstamos para la adquisición de vivienda y en los destinados a consumo y otros fines, respectivamente (véase gráfico 23). Además, de acuerdo con la EPB de abril, los criterios de concesión de créditos a lo largo de los tres primeros meses del año se endurecieron ligeramente, mientras que la demanda de fondos por parte de las familias disminuyó, en particular, la de los créditos para compra de inmuebles.

En este contexto, el ritmo de crecimiento de la deuda de los hogares se situó, en febrero, en un nivel ligeramente negativo en términos interanuales (-0,5%), frente a un 0,2% en diciembre. Esta evolución resultó fundamentalmente de la pérdida de vigor de los préstamos para adquisición de vivienda (-0,4%), que se vieron afectados por un efecto de anticipación a 2010 de la decisión de compra de inmuebles tras la desaparición de la desgravación fiscal, desde principios de 2011, para las rentas medias y altas. Por su parte, el crédito al consumo y otros fines también se contrajo (un 0,8%, en términos interanuales). Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas alcanzaron, a su vez, cifras negativas en ambos casos.

Como resultado de la estabilidad relativa de los pasivos de este sector y del estancamiento de sus ingresos, durante el cuarto trimestre del pasado año la ratio de endeudamiento sobre la RBD apenas varió, situándose en el 126% (véase gráfico 24). Sin embargo, debido a los menores pagos por intereses, que recogen con retraso la evolución de las operaciones nuevas y de las rentabilidades interbancarias, la carga financiera siguió reduciéndose, hasta aproximarse al 15% de la RBD. La tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda también continuaron descendiendo. Por su parte, la riqueza neta de los hogares se redujo ligeramente, como resultado del moderado avance del valor de los instrumentos financieros y del descenso del componente ligado a los activos inmobiliarios.



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

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

De acuerdo con la información de las Cuentas Financieras, correspondiente al cuarto trimestre de 2010, la capacidad de financiación del sector aumentó en 0,3 pp, alcanzando el 3,1 % del PIB. En este contexto, la inversión en activos financieros se recuperó ligeramente respecto de los tres meses anteriores, hasta el 4,4 % del PIB, en términos acumulados anuales, con un mantenimiento de las tendencias por instrumentos de períodos precedentes (véase cuadro 9). Más concretamente, siguieron creciendo a buen ritmo los depósitos a plazo y, en menor medida, las reservas técnicas de seguros, mientras que continuó descendiendo el ahorro materializado en acciones y, de forma más acusada, en participaciones de fondos de inversión y medios de pago (efectivo, depósitos a la vista y de ahorro), rúbricas en las que la inversión neta fue negativa, lo que refleja el desplazamiento hacia depósitos a plazo en un contexto de elevación de las rentabilidades ofrecidas por estos.

Los datos más recientes de la ratio de morosidad de los hogares, correspondientes al último trimestre de 2010, muestran una nueva reducción (3,2 % en diciembre, frente a 3,4 %

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

FUENTE: Banco de España.

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

en septiembre) como consecuencia del descenso tanto en el crédito para la compra de vivienda (2,44 %, frente al 2,62 %) como en el destinado al consumo y otros fines (6,56 %, frente al 6,89 %).

5.3 El sector de sociedades no financieras

En los primeros meses de 2011, los costes de financiación de sociedades tendieron a elevarse en la mayoría de instrumentos. Así, entre diciembre de 2010 y marzo de este año, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias de importe inferior al millón de euros subió 50 pb, y 33 pb para los créditos de cuantía superior (véase gráfico 23). El coste de las emisio-

nes de valores también aumentó en los instrumentos de renta fija a corto plazo (24 pb) y en los de largo plazo (8 pb), mientras que en los de renta variable descendió (15 pb). No obstante, de acuerdo con la EPB de abril, los criterios de concesión de créditos a las empresas se mantuvieron estables, al tiempo que la demanda de fondos mostró un ligero incremento.

La tasa de crecimiento de los recursos ajenos de las sociedades sigue situándose en valores reducidos (1,1 % en febrero), si bien se aprecian algunas diferencias importantes por instrumentos. Así, en los préstamos procedentes de las entidades residentes se intensificó algo el ritmo de contracción, tanto en términos interanuales (1,4 %, frente al retroceso del 1 % en diciembre), como, en mayor medida, intertrimestrales (2,4 %, anualizado y corregido de efectos estacionales, frente al 1,5 % dos meses antes). Por el contrario, en el resto de la financiación (vía utilizada por las empresas de mayor dimensión) se continuó observando un comportamiento más expansivo.

La información más reciente del crédito por finalidades, referida al cuarto trimestre de 2010, refleja que el retroceso interanual de estos pasivos se había intensificado en la construcción y los servicios inmobiliarios (12 % y 2 %, respectivamente), mientras que se moderaba en la agricultura y se registraban crecimientos positivos en la industria y, en mayor medida, en los servicios no inmobiliarios (4,6 %, frente al 3,5 % de septiembre).

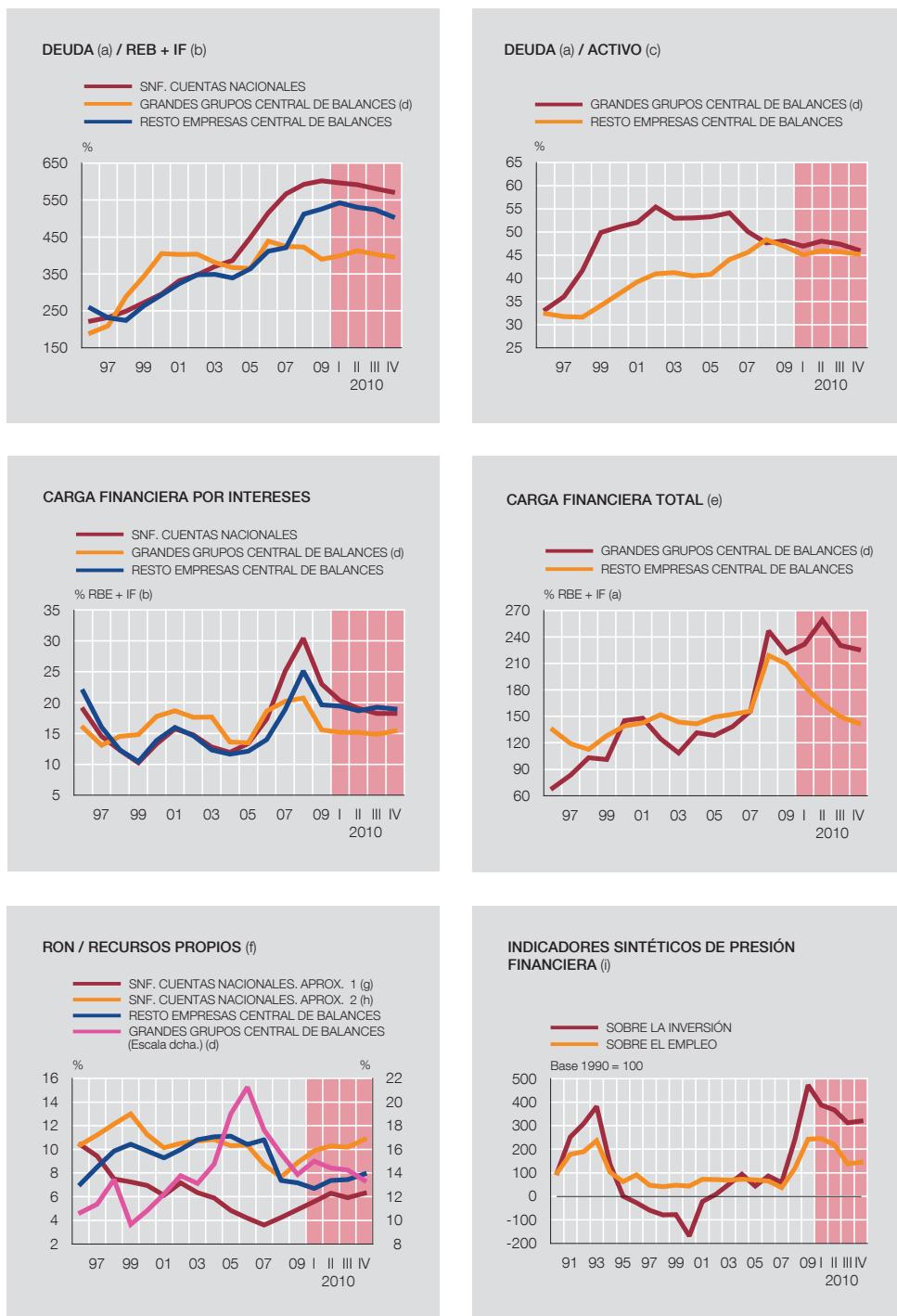
De acuerdo con los datos más recientes de las Cuentas Financieras, correspondientes a diciembre de 2010, el saldo de las operaciones financieras netas del sector empresarial (en términos acumulados de cuatro trimestres) volvió a presentar un signo acreedor, y alcanzó un importe equivalente al 1,3 % del PIB (0,5 pp más que en septiembre). Sin embargo, la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, continuó presentando un saldo negativo (-0,8 %), como consecuencia del aumento de la inversión de las empresas españolas en renta variable en el extranjero.

La ratio de endeudamiento registró una ligera disminución durante el cuarto trimestre de 2010, situándose en el 570 % de la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros (véase gráfico 25). Se mantiene, por tanto, en niveles elevados tanto desde una perspectiva histórica como en comparación con otras economías. Por el contrario, la ratio de carga financiera empezó a repuntar levemente, como reflejo del ascenso del coste de los fondos durante los últimos meses. Los últimos datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, correspondientes al mismo período, revelan una cierta recuperación de las rentas empresariales. En particular, el resultado ordinario neto de estas sociedades creció un 6,5 % en 2010, lo que contrasta con la disminución del 7,6 % en 2009, aunque el perfil de mejoría tendió a perder fuerza a medida que avanzó el ejercicio. Este desarrollo, unido al mantenimiento de los niveles de deuda, permitió que las ratios de endeudamiento y de carga financiera se redujeran ligeramente para estas compañías. Sin embargo, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo se mantuvieron en los mismos valores de tres meses antes. Por su parte, los analistas han revisado al alza sus expectativas con respecto a la evolución de los beneficios de las empresas cotizadas a corto plazo y, en menor medida, las correspondientes a horizontes más largos (véase gráfico 26).

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó elevándose durante los últimos meses de 2010, alcanzando en diciembre el 8,1 %, 0,8 pp más que en el tercer trimestre de 2010. Este incremento se explica por el comportamiento del crédito a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio pasó del 11,4 % al 13,5 %, ya

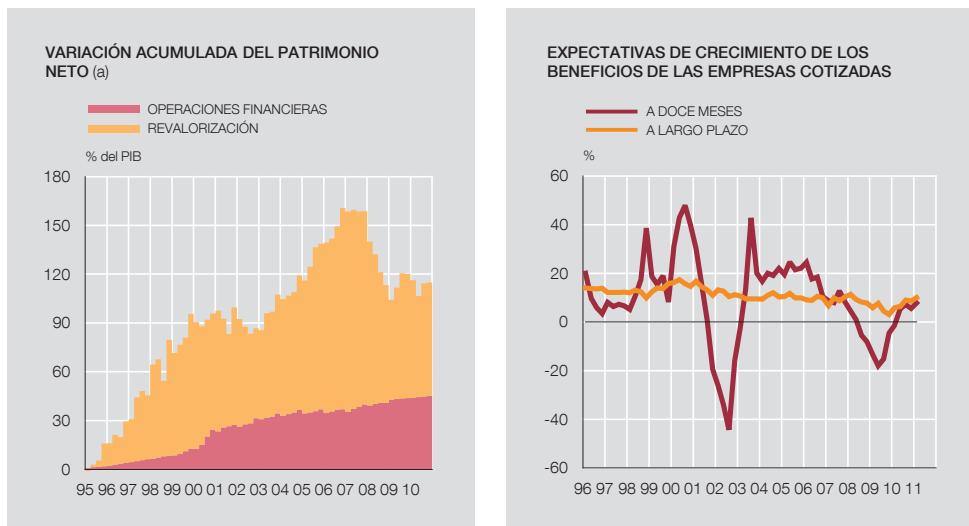
INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 25



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

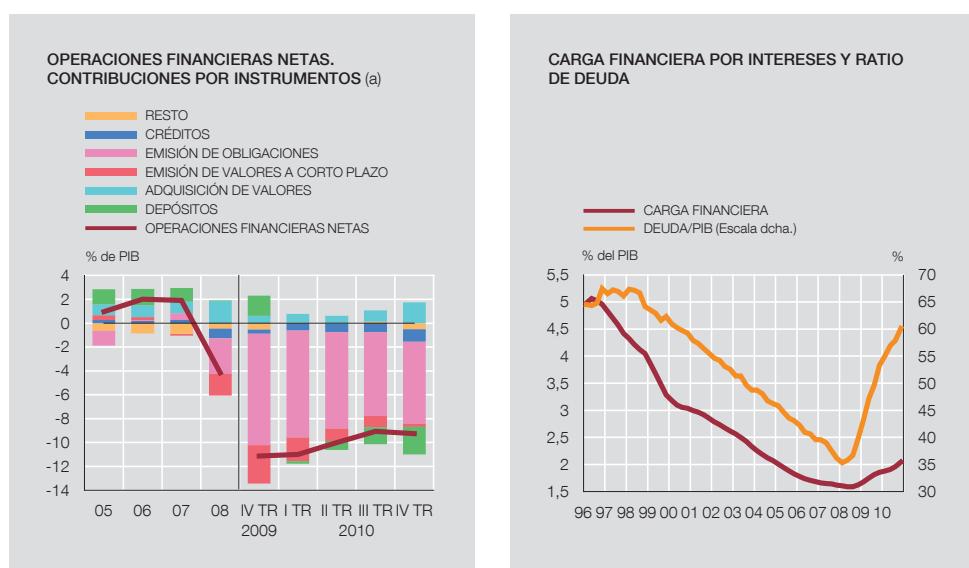
- a. Recursos ajenos con coste.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- d. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol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



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Datos acumulados de cuatro trimestres



FUENTE: Banco de España.

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

que en el resto de ramas se produjo, por primera vez desde diciembre de 2007, un descenso, de una décima, hasta situarse en el 3,9 %.

5.4 Las Administraciones Públicas

En el cuarto trimestre de 2010, según las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las AAPP aumentaron ligeramente en términos acumulados anuales, por lo que continúan en valores elevados (9,2 % del PIB; véase cuadro 8).

Una vez más, la principal vía de financiación de este déficit fue la emisión de valores de renta fija, canal por el que se obtuvieron fondos equivalentes al 7,1 % del PIB en términos acumulados

Porcentaje del PIB	2007	2008	2009	2010		
				II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-9,6	-9,2	-5,1	-4,5	-4,4	-3,9
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	14,1	0,7	-0,2	-1,7	-2,8	-3,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	1,4	-1,3	-3,2	-1,4	-2,3	-1,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	4,2	-0,5	-1,7	-1,1	-1,8	-1,3
Valores distintos de acciones	1,6	1,3	0,0	-3,9	-5,8	-7,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,8	1,6	1,2	-2,0	-2,7	-3,0
<i>Inversores institucionales</i>	0,0	-1,3	-0,5	-1,4	-2,4	-3,3
Acciones y otras participaciones	8,8	1,9	1,5	1,7	2,7	2,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	6,6	3,1	0,1	0,6	1,9	2,3
<i>Inversores institucionales</i>	-1,1	-1,6	0,3	1,0	1,0	0,8
Préstamos	1,2	0,8	0,2	-0,5	0,0	0,4
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	23,7	9,9	4,9	2,8	1,6	0,6
Depósitos	6,7	8,0	-0,5	1,6	-0,2	-0,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	6,7	6,2	0,7	-4,7	-2,9	-7,3
Cesiones temporales entidades de crédito (b)	0,1	0,2	0,1	0,1	1,8	5,7
<i>Interbancario BE (posición intrasistema)</i>	-0,3	1,9	-0,8	6,0	0,5	0,2
Valores distintos de acciones	8,1	-2,7	3,8	0,6	0,6	-1,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,3	1,1	5,4	4,2	3,4	2,0
<i>Entidades de crédito</i>	3,6	-1,9	1,1	-0,4	-0,6	-1,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,8	-1,9	-2,6	-3,2	-2,2	-2,4
Acciones y otras participaciones	4,6	3,2	1,1	1,3	0,8	0,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,7	2,4	0,3	0,9	1,0	1,1
Préstamos	3,1	2,9	0,3	-1,1	-0,2	1,2
Otros neto (c)	0,2	0,4	-1,1	-2,0	-2,1	-1,9
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	9,5	4,7	0,7	-0,5	1,2	1,6
Inversión directa del exterior en España	4,5	4,8	0,6	0,0	0,5	1,5

FUENTE: Banco de España.

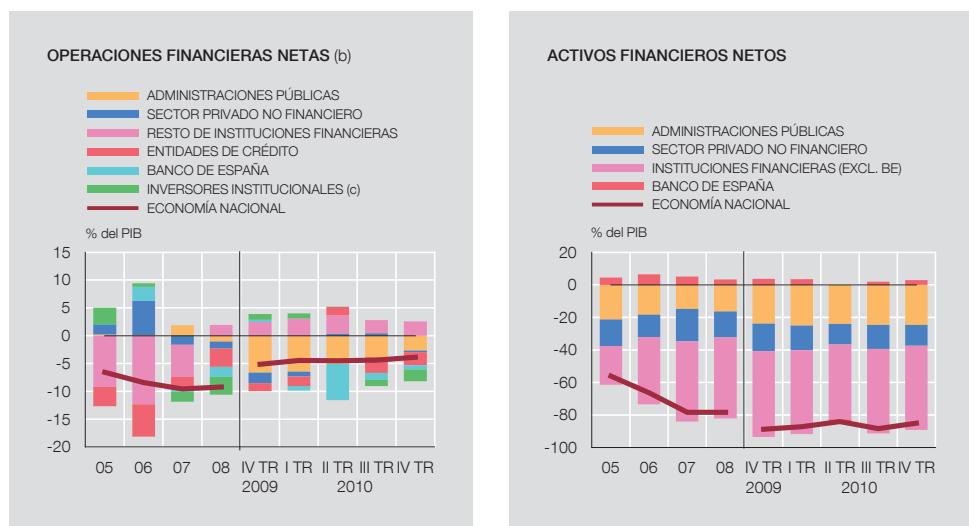
a. Excluidas operaciones temporales.

b. Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

de cuatro trimestres (véase gráfico 27), lo que supone 0,8 pp menos que tres meses antes. La mayor parte de las colocaciones se produjo con títulos a largo plazo (6,9 %), frente a un reducido volumen de los de corto plazo (0,2 %). Los créditos, al igual que el período anterior, también aportaron otro 1 % del PIB, mientras que, por el lado del activo, crecieron las adquisiciones netas de valores (1,7 % del PIB, 0,8 pp más que en septiembre) y se redujeron los depósitos (2,3 % del PIB, 0,9 pp más que en el tercer trimestre).

La rápida expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad en el crecimiento del PIB, se tradujo en nuevos incrementos en la ratio de endeudamiento, hasta situarse en el



FUENTE: Banco de España.

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

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

c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

60,1 % del PIB en diciembre, más de 2 pp por encima del dato de septiembre. Por su parte, la carga financiera asociada a estos pasivos siguió situada en niveles relativamente reducidos (2 % del PIB), ya que el ascenso de los tipos de interés negociados en los mercados apenas afectó al coste medio de financiación, dado el retraso con el que los cambios en las condiciones de financiación se incorporan en este indicador.

5.5 La posición financiera frente al exterior

En el cuarto trimestre de 2010 continuaron reduciéndose las necesidades de financiación de la nación, hasta situarse en el 3,9 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,5 pp por debajo del nivel de septiembre y 1,3 pp menos que al cierre de 2009 (véase cuadro 8). En línea con las menores necesidades de financiación y con las mayores dificultades para la captación de recursos que se derivaron de las tensiones en los mercados, los fondos recibidos del exterior descendieron durante los últimos tres meses del año pasado, limitándose a una cifra equivalente al 0,3 % del PIB (un 0,6 % en términos acumulados de doce meses, frente al 1,6 % observado en septiembre; véase cuadro 10). Por instrumentos, el grueso de las entradas de capital se materializó en valores emitidos por las AAPP (0,7 % del PIB y 2 % en términos anuales), lo que compensó la contracción neta de las tenencias de títulos emitidos por el resto de emisores nacionales en manos de los no residentes. Asimismo, aumentó la captación de recursos de las entidades de crédito en el interbancario, con una recomposición hacia la financiación con garantías instrumentada a través de cámaras de contrapartida central. No obstante, los préstamos concedidos por este sector al resto del mundo aumentaron en mayor medida, por lo que se redujo la posición interbancaria neta deudora de estas instituciones financieras. Por su parte, la inversión directa del exterior en España se elevó en 1 pp hasta el 1,5 % del PIB, en términos anuales.

El resto de las necesidades de financiación se cubrió mediante la reducción de la cartera de activos exteriores en poder de los sectores residentes, por un importe equivalente al 0,4 % del PIB (3,3 % en términos anuales). La contracción de las tenencias de activos se concentró en los valores distintos de acciones y fue realizada especialmente por parte de los inversores

institucionales y, en menor medida, por las entidades de crédito, en un contexto de mayor preferencia por los instrumentos emitidos por agentes nacionales. Las adquisiciones netas de acciones fueron prácticamente nulas, a pesar de lo cual la inversión directa de España en el exterior fue ligeramente positiva, elevándose hasta el 1,6% en términos anuales.

A pesar del signo neto negativo que presentaron las operaciones financieras de la nación, la evolución de los precios (revalorización de los activos y caídas en los pasivos) hizo que el saldo de los pasivos netos frente al resto del mundo se redujera en algo más de 3 pp en comparación con el registro de septiembre, hasta el 85% del PIB en diciembre de 2010 (véase gráfico 28). El desglose por sectores muestra un descenso (de 2 pp del PIB) del saldo deudor frente a los no residentes del sector privado y, en menor medida, del de las instituciones financieras (excluido el Banco de España), un mantenimiento de los pasivos netos de las AAPP y un aumento de la posición acreedora frente al exterior del Banco de España.

29.4.2011.

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

En este artículo se presentan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de abril de 2011, correspondientes a las diez instituciones españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro¹. En esta ocasión, la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda de crédito en el primer trimestre de 2011, así como sobre las perspectivas de los encuestados para los tres meses siguientes. Con respecto a las ediciones anteriores, se mantiene una única pregunta ad hoc, referida a las dificultades de acceso a los mercados mayoristas de financiación.

De acuerdo con las contestaciones recibidas, los criterios para la aprobación de préstamos bancarios a sociedades no financieras en España se mantuvieron estables por tercer trimestre consecutivo, mientras que en la financiación a hogares —para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines— se endurecieron ligeramente con respecto al período anterior (véase gráfico 1). En el área del euro, la oferta se contraíó algo en todos los casos, aunque, al igual que en nuestro país, las variaciones fueron moderadas.

En ambas áreas geográficas aumentó el ritmo de avance de la demanda de fondos por parte de las sociedades, aunque en España lo hizo menos que en la UEM (véase gráfico 2). Por el contrario, las peticiones de los hogares disminuyeron más de lo esperado por las entidades, siendo esta caída particularmente marcada en nuestro país. Este retroceso fue mayor en los préstamos para adquisición de vivienda, seguramente como consecuencia de la desaparición de la desgravación fiscal para este tipo de inversión, para las rentas medias y altas, a comienzos de 2011. Sin embargo, en la financiación para consumo y otros fines las solicitudes de las familias españolas también descendieron más intensamente que en los meses finales del pasado año, en un contexto en el que, según los encuestados, habría vuelto a deteriorarse la confianza de los consumidores y a retroceder el gasto en bienes de consumo duradero.

La dispersión de las respuestas en España fue muy pequeña en lo referente a los créditos a las empresas, siendo mayor en la demanda de los destinados a la compra de inmuebles en lo referido tanto a la evolución observada como a la prevista (véase gráfico 3).

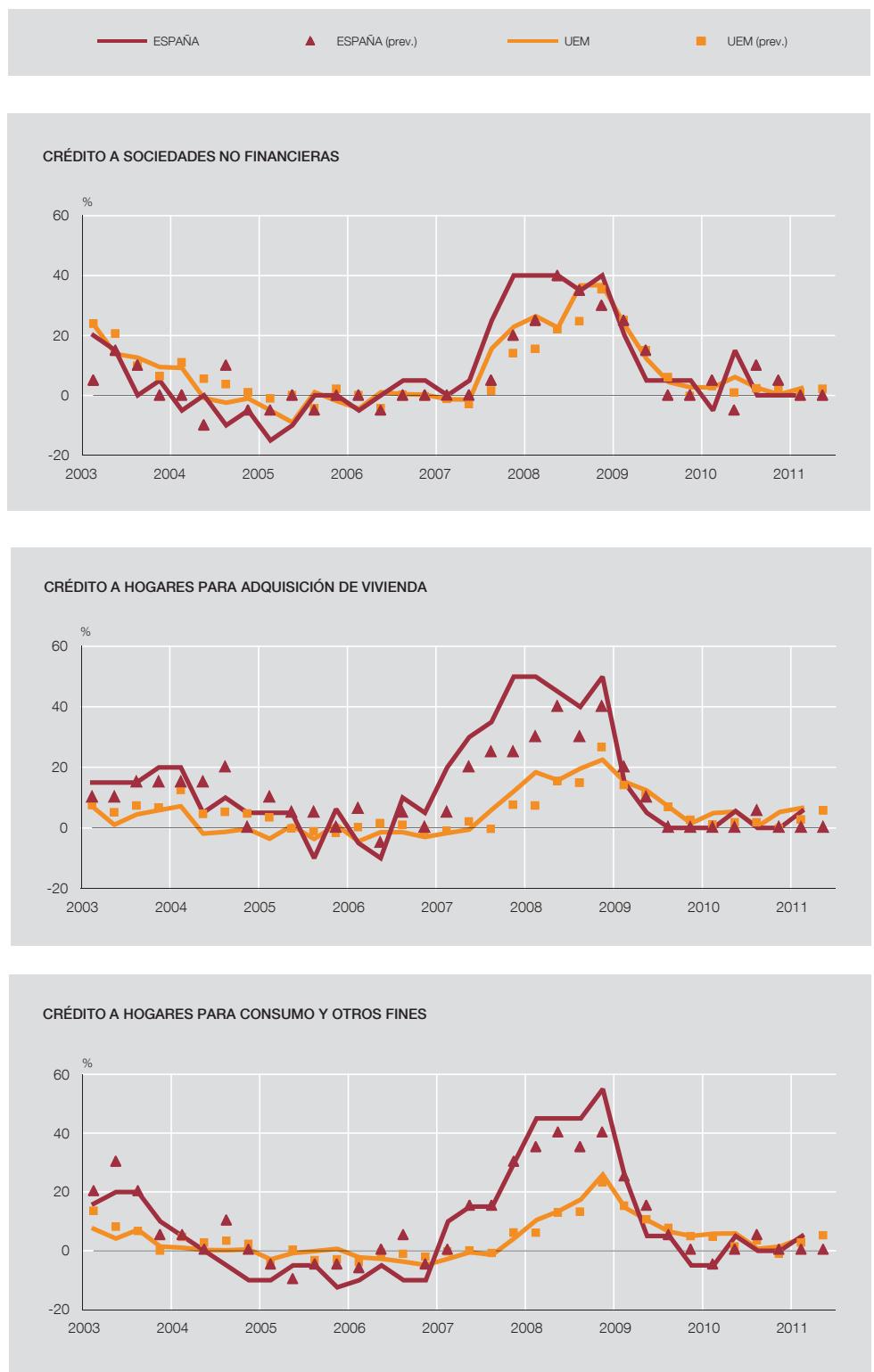
En cuanto a las condiciones de acceso a la financiación mayorista, tras el deterioro ocurrido en el cuarto trimestre de 2010, las entidades españolas encuestadas percibieron una cierta mejoría en los mercados monetarios y de renta fija a medio y largo plazo (véanse gráfico 4 y cuadro 2). En el resto de segmentos, o bien no se observaron cambios (valores a corto plazo), o bien continuaron aumentando las dificultades de acceso (titulización y transferencia de riesgo de crédito). Esta evolución, generalmente positiva, contrasta con un comportamiento algo menos favorable en el área del euro en su conjunto.

Pasando a un análisis más detallado del cuestionario regular (véase cuadro 1), y en relación con el crédito a las sociedades, se observa un comportamiento algo más restrictivo de los criterios

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

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

GRÁFICO 1

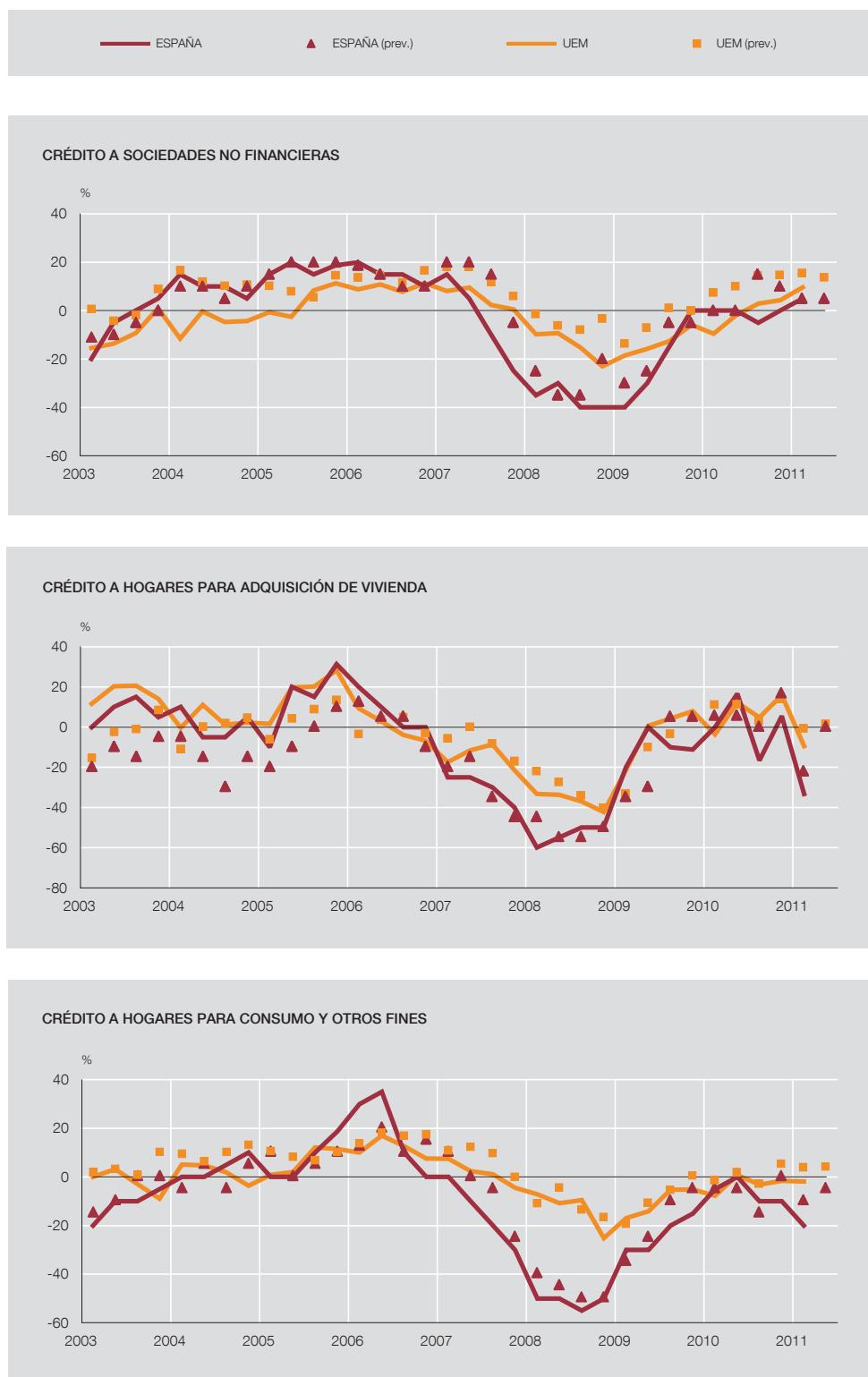


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- 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

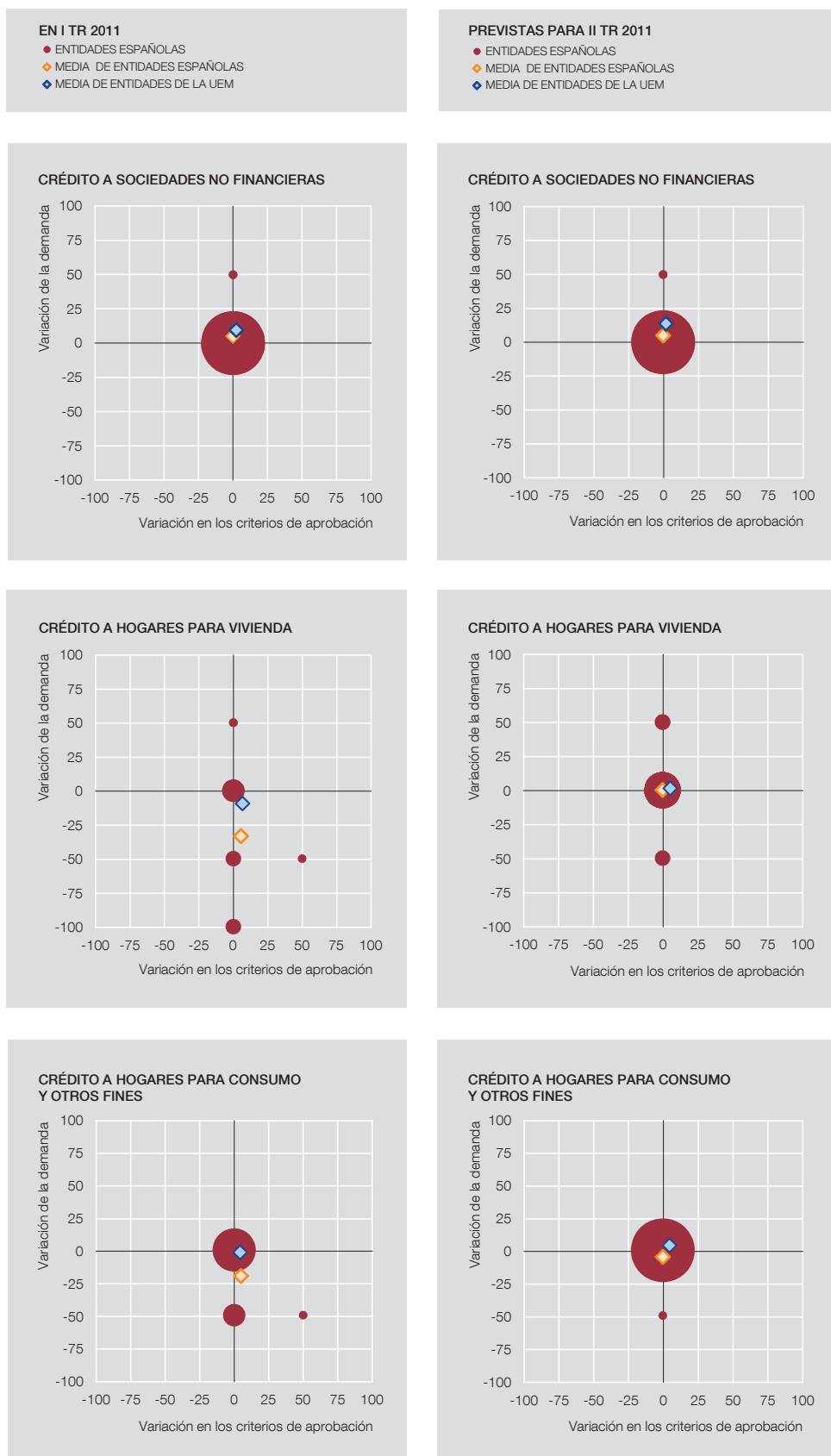


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- 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

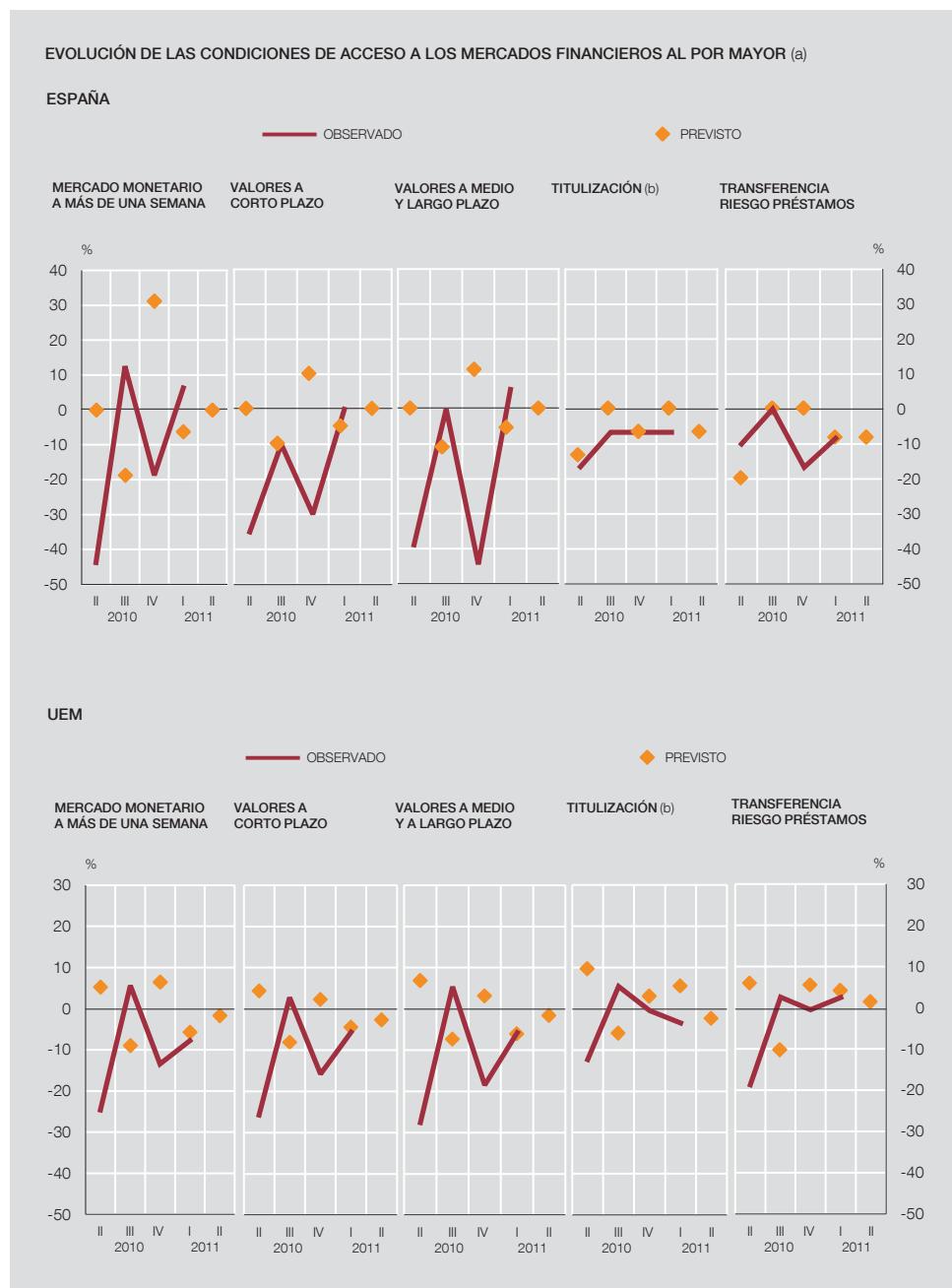


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.
PRINCIPALES RESULTADOS: PREGUNTAS AD HOC

GRÁFICO 4



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 cierta empeoramiento $\times 1/2 -$ porcentaje de entidades que han apreciado un empeoramiento considerable $\times 1$.

b. Media de titulización de préstamos a empresas y para adquisición de vivienda.

de aprobación de préstamos a más largo plazo y a las empresas de mayor tamaño, en ambas áreas geográficas. En España, el mantenimiento de la oferta, en general, se produjo a pesar de un cierto empeoramiento en las expectativas sobre la economía y sobre sectores concretos. Los factores ligados a las condiciones de financiación de las entidades (coste del capital, acceso a los mercados y situación de liquidez) únicamente afectaron de forma negativa al segmento de operaciones con grandes compañías. En la zona del euro, en cambio, estos últimos son los que explican en mayor medida el pequeño endurecimiento registrado, si bien las perspectivas sobre los riesgos crediticios continuaron contribuyendo también de forma negativa. Durante el período analizado, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a los de mayor riesgo en nuestro país continuaron ampliándose, mientras que los restantes no registraron cambios, salvo para las grandes empresas, que se hicieron más onerosas para los prestatarios en la práctica totalidad de las mismas. En la UEM, en cambio, tan solo los diferenciales en las operaciones más arriesgadas se habrían elevado significativamente y de forma generalizada.

La demanda de las sociedades en España registró un modesto incremento en todos los casos (excepto en los préstamos a más largo plazo, en que se mantuvo estable). No obstante, estos aumentos fueron inferiores a los observados en el conjunto de la UEM. Entre los factores que explican este mayor dinamismo, cabe destacar que, por primera vez desde mediados de 2007, la inversión en capital fijo contribuyó de forma positiva al ascenso de las solicitudes de fondos en ambas áreas geográficas. Asimismo, las necesidades de fondos para fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de la deuda y de las empresas volvieron a ser señaladas por los encuestados como elementos que influyeron en esta evolución. En la zona del euro, a los anteriores factores se añade el incremento en las peticiones para financiar existencias y capital circulante.

En el sector de hogares, la leve contracción de la oferta, tanto para la compra de inmuebles como para consumo y otros fines, estaría explicada por el empeoramiento de las perspectivas sobre los riesgos de crédito y por el incremento de los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades. En España, este último factor habría contribuido negativamente, a pesar de la mejora general en el acceso a los mercados de financiación reportada por los encuestados. En ambas áreas geográficas se ampliaron los márgenes aplicados a estos préstamos, si bien lo hicieron más intensamente en nuestro país. Las restantes condiciones registraron variaciones menores o nulas, tanto en España como en la UEM.

La demanda de financiación para la compra de inmuebles experimentó una contracción importante, más notable en España que en la UEM. En nuestro país, como ya adelantaron las entidades en la edición anterior de la Encuesta, este comportamiento vendría explicado en gran medida por la finalización de los beneficios fiscales asociados a este tipo de inversión, para las rentas medias y altas, desde inicios de este año. Así, de acuerdo con los encuestados, las perspectivas relativas al mercado de la vivienda habrían registrado un empeoramiento significativo, a lo que habría que añadir el deterioro en la confianza de los consumidores. En el área del euro, todos los factores considerados influyeron negativamente sobre la demanda, siendo también las perspectivas sobre el mercado de la vivienda el de mayor peso. Por su parte, las solicitudes de fondos para consumo y otros fines continuaron cayendo moderadamente en la UEM, y se acentuó su descenso en España, como consecuencia de la reducción del gasto en bienes duraderos, de la adquisición de valores y de la menor confianza de los consumidores. Este retroceso fue superior al esperado por las entidades tres meses atrás, en ambas áreas.

En las contestaciones a la pregunta ad hoc, las entidades españolas declararon que, en comparación con el cuarto trimestre de 2010, se había producido una mejora en las condiciones de acceso a los mercados monetarios y a los de títulos de renta fija con vencimiento superior al año, una estabilización en los mercados de valores de corto plazo y tan solo un modesto

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

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.											
PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS:											
OFERTA (criterios para la aprobación):											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	
FACTORES DE OFERTA:											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-3	
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	-0	
Expectativas de la actividad económica en general	0	2	8	0	0	0	20	10	21	5	
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	2	
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS:											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	15	
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	1	
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-0	
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	2	
PREVISIONES DE OFERTA:											
Préstamos a pequeñas y a medianas empresas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	2	
DEMANDA:											
Préstamos a pequeñas y a medianas empresas	0	1	7	2	0	0	10	5	28	5	
PREVISIONES DE DEMANDA:											
Préstamos a pequeñas y a medianas empresas	0	0	9	1	0	0	10	5	16	5	
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRANDES EMPRESAS:											
OFERTA (criterios para la aprobación):											
Préstamos a grandes empresas	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	
FACTORES DE OFERTA:											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	7	
Situación de liquidez de la entidad	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-4	
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-2	
Expectativas de la actividad económica en general	0	2	7	0	0	1	22	11	22	6	
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	2	
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS:											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	7	0	0	1	22	11	22	17	
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	4	5	0	0	1	44	22	26	28	
Gastos, excluidos intereses	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	
Garantías requeridas	0	1	8	0	0	1	11	6	17	11	
Compromisos asociados al préstamo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-1	
Plazo de vencimiento	0	2	7	0	0	1	22	11	22	6	
PREVISIONES DE OFERTA:											
Préstamos a grandes empresas	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	
DEMANDA:											
Préstamos a grandes empresas	0	0	8	1	0	1	11	6	17	0	
PREVISIONES DE DEMANDA:											
Préstamos a grandes empresas	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	-6	

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA:											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	7
FACTORES DE OFERTA:											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	2	7	0	0	1	22	11	22	6	8
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	6
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	4
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS:											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	3	6	0	0	1	33	17	25	11	6
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	4	5	0	0	1	44	22	26	11	11
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	5
Plazo de vencimiento	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	3
Gastos, excluidos intereses	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
PREVISIÓN DE OFERTA	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	6
DEMANDA	2	3	3	1	0	1	-44	-33	50	6	-10
FACTORES DE DEMANDA:											
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	1	4	3	0	1	1	-44	-22	57	-6	-10
Confianza de los consumidores	0	3	6	0	0	1	-33	-17	25	-11	-4
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-3
Ahorro de las familias	0	1	7	1	0	1	0	0	25	6	-1
Préstamos de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-2
Otras fuentes de financiación	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
PREVISIÓN DE DEMANDA	0	2	5	2	0	1	0	0	35	-22	1
CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	4
FACTORES DE OFERTA:											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	2	8	0	0	0	20	10	21	5	6
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	4
Solvencia de los consumidores	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS:											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	3	7	0	0	0	30	15	24	10	3
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	4	6	0	0	0	40	20	26	10	6
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	1
PREVISIÓN DE OFERTA	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	5
DEMANDA	0	4	6	0	0	0	-40	-20	26	-10	-2
FACTORES DE DEMANDA:											
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-10	-1
Confianza de los consumidores	0	4	6	0	0	0	-40	-20	26	-10	-3
Adquisición de valores	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	0	-2
Ahorro de las familias	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	1
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
PREVISIÓN DE DEMANDA	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-10	4

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

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

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.

CUADRO 2

Preguntas ad hoc. Resultados de las entidades españolas relativos al efecto de las perturbaciones en los mercados financieros y de crédito. Abril de 2011

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NA	Porcentaje neto (b)	En t	En t-1	UEM en t
CAMBIO EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR.										
ÚLTIMOS TRES MESES:										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	0	6	3	0	1	33	17	-6	1
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	0	7	1	0	2	13	6	-19	-8
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	-30	-6
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	2	4	3	0	1	11	6	-44	-6
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	1	6	0	0	3	-14	-7	-7	-5
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	1	7	0	0	2	-13	-6	-6	-1
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	1	5	0	0	4	-17	-8	-17	2
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	1	6	2	0	1	11	6	6	3
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	1	6	1	0	2	0	0	-6	-2
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	-5	-3
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	1	0	6	2	0	1	11	0	-6	-2
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	1	6	0	0	3	-14	-7	0	-6
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	1	7	0	0	2	-13	-6	0	1
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	1	5	0	0	4	-17	-8	-8	1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

b. Porcentaje de entidades que han apreciado una mejora en su acceso a los mercados, menos porcentaje de entidades que han apreciado un empeoramiento.

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

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

deterioro en los de titulización y transferencia del riesgo de crédito (véase cuadro 2). Como se mencionó anteriormente, esta evolución contrasta con lo observado en la UEM, ya que en este caso las respuestas de los encuestados apuntan a un ligero deterioro en todos los mercados, excepto en el monetario a muy corto plazo y en el de transferencia de riesgo de crédito, que presentaron una pequeña mejora. Las perspectivas de las entidades para el segundo trimestre del año no apuntaban cambios significativos.

Para el período abril-junio, las entidades preveían el mantenimiento de los criterios de aprobación de fondos a hogares y sociedades en España, mientras que en la UEM esperaban, de nuevo, un ligero endurecimiento en todos los casos. Las peticiones de financiación en nuestro país volverían a elevarse algo en las pymes y en los créditos a corto plazo a empresas, mientras que se reducirían ligeramente en las grandes compañías. En hogares, los encuestados no anticipaban caídas adicionales en la demanda de crédito para adquisición de vivienda, pero sí en consumo y otros fines, si bien estas serían menos acusadas que en los trimestres anteriores. En cambio, en el área del euro las solicitudes de fondos aumentarían en todos los segmentos.

26.4.2011.

EL COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE ACTIVIDAD DURANTE LA ÚLTIMA
FASE RECESIVA

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Montero, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Uno de los hechos más relevantes del comportamiento del mercado de trabajo durante la última recesión y la fase de gradual recuperación que se ha iniciado es la débil respuesta de la tasa de participación ante el deterioro de la actividad económica. En efecto, pese al fuerte repunte del desempleo (gráfico 1), mayor que en las dos anteriores etapas recesivas de los últimos 30 años, la tasa de actividad agregada no ha dejado de crecer, si bien a ritmos menores que en los años previos, lo que contrasta con lo ocurrido en la economía española en el pasado, así como con las predicciones de la teoría económica y la evidencia empírica disponible para otros países [Duval et ál. (2010)].

Esta resistencia cíclica de la fuerza laboral es relevante por varios motivos. En primer lugar, en la medida en que dicha resistencia afecte a la participación de los ocupados de mayor edad, será un elemento positivo para la sostenibilidad del sistema de pensiones, al mitigar la jubilación anticipada de este grupo poblacional. Además, el incremento de la tasa de actividad contribuye a atenuar el impacto negativo sobre el crecimiento del producto de la población en edad de trabajar (entre 16 y 64 años), que se observa desde el cuarto trimestre de 2009 (cayó un 0,3 % en 2010) y que, de acuerdo con las proyecciones de población a corto plazo (2010-2020) del INE, mostrará un crecimiento en el entorno del -0,2 % anual de aquí al 2020. Esta evolución vendría determinada tanto por el envejecimiento de la población nacional como por las menores entradas netas de inmigrantes, que pasarían de una media de 542.000 personas anuales para el período 2002-2009 a 69.000 en 2010-2019. Por último, el dinamismo de la oferta laboral es una fuerza que tiende a favorecer la capacidad de ajuste salarial frente a la crisis.

En este artículo se analiza el comportamiento reciente de la tasa de actividad de la economía española. Para ello, en la sección segunda se discute la evolución de la sensibilidad cíclica de la tasa de actividad en España. A continuación se describe la participación laboral por sexo, nacionalidad, grupos de edad y nivel educativo. En la sección cuarta se presenta una serie de factores que podrían explicar la dinámica observada en la tasa de participación. Por último, en la sección quinta se exponen las conclusiones.

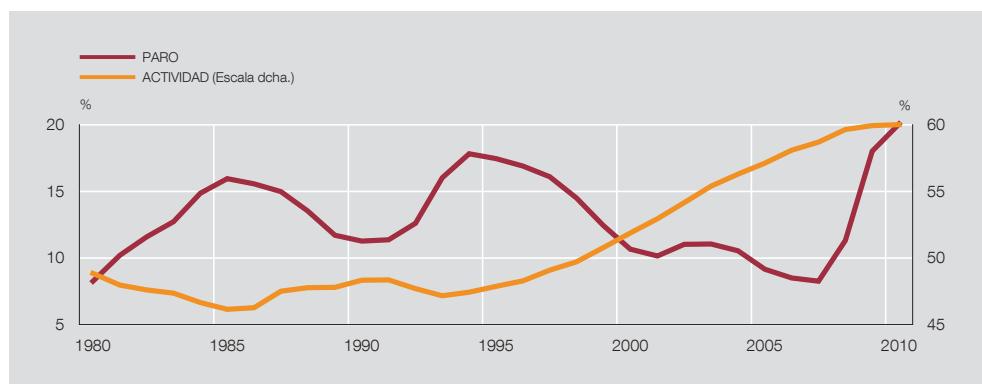
La sensibilidad cíclica de la tasa de actividad

Una forma de apreciar la evolución de la sensibilidad cíclica de la tasa de actividad es mediante una regresión recursiva entre la variación de la tasa de actividad y la variación de la tasa de paro —variable a través de la que se trataría de aproximar la situación cíclica del mercado laboral—. La constante de esta regresión recogería la tendencia a medio plazo de la participación, que, a su vez, se podría vincular —al menos, en parte— con los denominados «efectos cohorte». En efecto, en la evolución de la tasa de actividad durante los últimos años destacan los efectos cohorte derivados de la incorporación de la mujer al mercado de trabajo, que determinan una fuerte tendencia creciente en su tasa de participación, y de la entrada en el mercado de trabajo de inmigrantes con unas tasas de actividad elevadas.

Con respecto al primer factor, a medida que se han ido incorporando cohortes más jóvenes de mujeres al mercado de trabajo, la tasa de actividad de este segmento de la población ha ido convergiendo a la media europea. Este hecho está motivado, entre otros factores, por la mejora de su nivel educativo, el retraso a la hora de tener hijos, la gradual mejora en las posibilidades de conciliación entre la vida laboral y familiar, y la mayor incorporación de mujeres en sectores donde no habían participado en el pasado. Por su parte, los inmigrantes, ya sea

TASA DE ACTIVIDAD Y TASA DE PARO
Datos anuales (a)

GRÁFICO 1

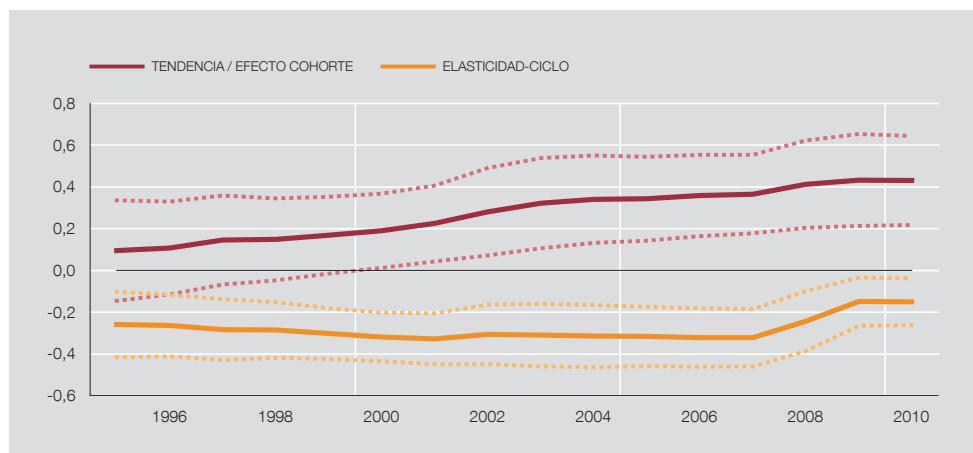


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series enlazadas en el Banco de España, calculadas sobre población de más de 16 años.

PARÁMETROS RECURSIVOS DE LA REGRESIÓN DE LA TASA DE ACTIVIDAD SOBRE LA TASA DE PARO Y UNA CONSTANTE (a)

GRÁFICO 2



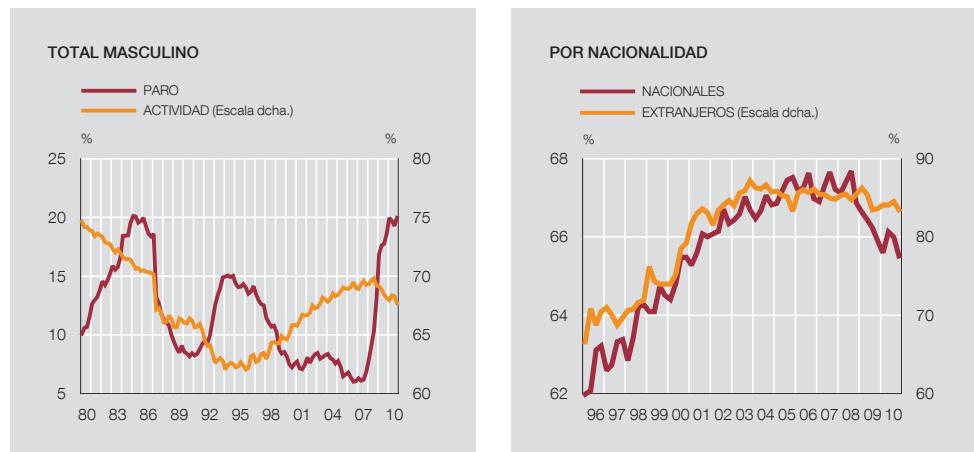
FUENTE: Banco de España.

a. Regresión con datos anuales en primeras diferencias. Las líneas punteadas representan los intervalos de confianza al 95%.

porque detrás de la decisión de emigrar subyace en gran medida el deseo de ampliar las posibilidades laborales o porque presentan ciertas características que reducen su salario de reserva, tienden a mostrar tasas de actividad más elevadas y, además, más resistentes al ciclo.

Los resultados de este sencillo ejercicio de estimación¹ se encuentran recogidos en el gráfico 2, donde se puede apreciar, en primer lugar, que la elasticidad de la participación con respecto al desempleo —que se había mantenido estable desde mediados de los noventa en torno a -0,3— se recortó (en valores absolutos) a la mitad durante el período 2008-2010, años de fuerte incremento del desempleo. En segundo lugar, la constante de la regresión presenta una tendencia creciente, que tiende a estabilizarse en torno a 0,4 pp anuales hacia el final de la muestra, en línea con los efectos cohorte estimados por Cuadrado et ál. (2007). En definitiva, estos resultados

1. Se han empleado datos anuales de las tasas de desempleo y de actividad desde 1980 hasta 2010.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series enlazadas en el Banco de España, calculadas sobre población de más de 16 años.

corroborarían la evidencia aportada en el gráfico 1, es decir, que la tasa de actividad ha mostrado una notable resistencia al deterioro del mercado laboral durante la última crisis económica.

La evolución de la tasa de actividad por distintas características demográficas

TASA DE ACTIVIDAD POR SEXO Y POR NACIONALIDAD

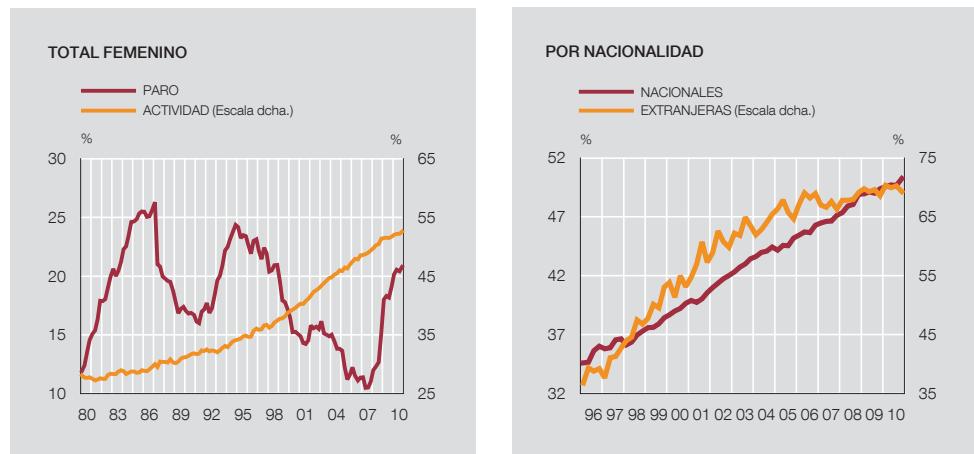
Un análisis más preciso de la dinámica de la participación requiere analizar las tasas de actividad de hombres y mujeres por separado. El gráfico 3 (panel izquierdo) muestra las tasas de paro y de participación de los hombres en frecuencia trimestral. Durante la recesión de principios de los noventa, la tasa de paro repuntó 7 pp en 15 trimestres, mientras que la actividad se recortó 4 pp en 10 trimestres, para luego mantenerse estancada hasta mediados de los noventa, cuando comenzó a crecer. Durante la actual fase recesiva, la tasa de paro repuntó con el doble de intensidad (14 pp) en el mismo intervalo de tiempo; sin embargo, la tasa de actividad se ajustó con la mitad de vigor (2 pp) —aunque probablemente aún no se ha observado el ciclo completo de esta variable—. Por tanto, se aprecia un comportamiento claramente menos procíclico de la participación masculina en la actual fase recesiva.

Si se analiza la tasa de actividad de los hombres distinguiendo por su nacionalidad (gráfico 3, panel derecho), se puede apreciar que el comportamiento no ha sido muy diferente, dentro de que parten de tasas de participación relativamente distintas. En primer lugar, hay que destacar el hecho de que tanto en los nacionales como en los inmigrantes la tasa de actividad parecía haberse estabilizado en el período inmediatamente anterior a la crisis económica. En concreto, se habría consolidado en torno a unos niveles del 67 % para hombres nacionales desde finales de 2004 y del 85,5 % para los extranjeros desde 2003, aproximadamente. Durante la crisis, la tasa de participación de los extranjeros mantuvo dicha estabilidad hasta el primer trimestre de 2009 (frente al tercer trimestre de 2008 en los nacionales), siendo su ajuste posterior de similar magnitud al de los hombres nacionales (de 2,8 pp frente a 2 pp, respectivamente), todo ello en una coyuntura en la que la tasa de desempleo de ambos colectivos se triplicó.

En cuanto a la tasa de actividad de las mujeres, se puede observar en el gráfico 4 (panel izquierdo) la fuerte tendencia de la participación femenina, con independencia del ciclo económico. Durante la recesión de principios de los noventa, pese al fuerte incremento del desempleo (de unos 8 pp en 14 trimestres), la tasa de participación femenina apenas se redujo 0,5 pp en un año. Sin embargo, en la actual fase contractiva, y pese a un repunte de la tasa de paro de 10 pp en idéntico período, la tasa de actividad no se recortó y siguió creciendo a buen ritmo.

TASAS DE ACTIVIDAD Y DE PARO. MUJERES (a)

GRÁFICO 4

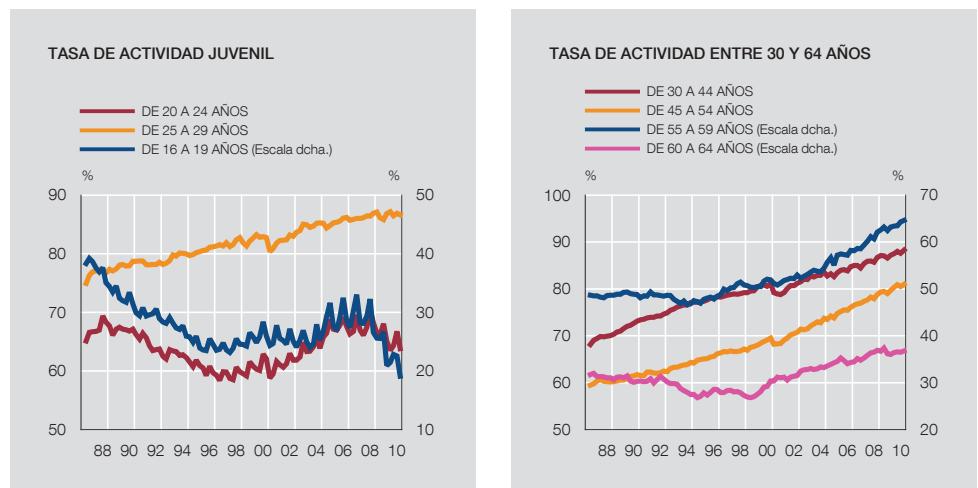


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series enlazadas en el Banco de España, calculadas sobre población de más de 16 años.

TASA DE ACTIVIDAD POR GRUPOS DE EDAD

GRÁFICO 5



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Atendiendo a la distinción por nacionalidad (panel derecho, gráfico 4), la tasa de actividad ha seguido aumentando tanto en el colectivo de mujeres nacionales como en el de extranjeras durante la actual recesión, pese a que la tasa de paro en ambos casos casi se duplicó. En el caso de las mujeres nacionales, la tendencia de la participación se ha mantenido muy similar a la que se venía observando desde finales de los noventa, mientras que en el de las mujeres foráneas, cuya tasa de participación es más elevada, se observó una moderación del ritmo de aumento de la actividad a mediados de la década pasada, y esa tendencia más suave se ha mantenido en los últimos años.

TASA DE ACTIVIDAD POR GRUPOS DE EDAD

En cuanto al análisis de la tasa de actividad por tramos de edad, la caída de la participación durante la crisis se concentra en los grupos más jóvenes, entre los 16 y los 24 años (panel izquierdo, gráfico 5). En particular, cabe destacar el desplome de la actividad del segmento entre 16 y 19 años, de 10,5 pp en tres años desde el pico del tercer trimestre de 2007, en un contexto en el que su tasa de paro se duplicó hasta situarse en un nivel muy elevado, del 61,5 %. En el

grupo de entre 20 y 24 años, el descenso fue menor, de unos 4 pp desde su máximo en el tercer trimestre de 2008, en respuesta a una tasa de paro que más que se duplicó, hasta ubicarse en un nivel del 37 %. En ambos casos, es difícil establecer una comparación con lo acontecido en la crisis de los noventa, puesto que ambas tasas de actividad estaban muy condicionadas por otros factores distintos del ciclo económico, como los cambios en los programas educativos (introducción de la Educación Secundaria Obligatoria, que extendía la enseñanza obligatoria hasta los 16 años) y la incorporación de las cohortes poblacionales más numerosas a la educación secundaria y terciaria. Con independencia de estos problemas, se puede apreciar que en el tramo de 16 a 19 años se produjo una caída de la participación de unos 14 pp en 10 años, entre 1987 y 1997, mientras que para los jóvenes de entre 20 y 24 fue de 9,5 pp en nueve años (en este caso, entre 1988 y 1997), pese a que la tasa de desempleo estaba mejorando a un ritmo notable. Por lo tanto, el ajuste de la actividad de los más jóvenes durante la última crisis se podría considerar relativamente intenso en comparación con su evolución histórica.

En contraste, el comportamiento de la actividad en el segmento de entre 25 y 29 años fue marcadamente diferente, puesto que apenas ha dejado de crecer, manteniéndose su tasa estancada en el entorno del 86,5 % entre 2008 y 2010, pese a ser el tramo de edad donde más se incrementó el desempleo. Esta resistencia de su participación laboral fue similar a la observada a inicios de los noventa.

En los tramos intermedios de edad —entre los 30 y los 54 años—, la participación mantuvo una senda creciente, que apenas se modificó con la crisis económica, al igual que ocurrió en la recesión de los noventa. Por su parte, de entre los grupos de edad más avanzados hay que destacar la trayectoria de la tasa de participación de las personas de entre 60 y 64 años, que apenas se recortó medio punto entre 2009 —año en el que alcanzó su máximo— y 2010, lo que contrasta con la caída de 1,5 pp durante el primer año, tras alcanzar su máximo en la recesión de inicios de los noventa, descenso que se prolongó hasta el segundo trimestre de 1999, a pesar de que la tasa de paro de este segmento se estaba reduciendo de manera gradual.

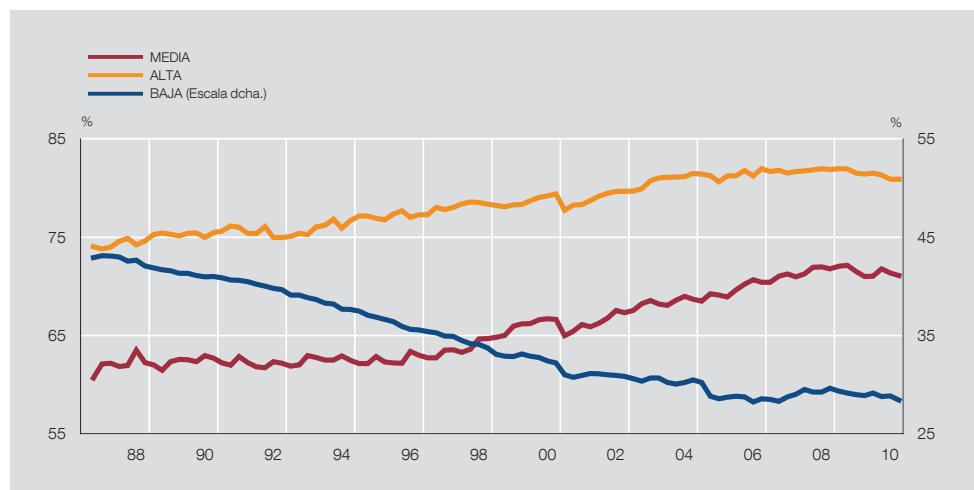
Por último, la participación del grupo de entre 55 y 59 años no ha dejado de aumentar a lo largo de la actual crisis económica, lo que difiere de la caída (de 2,5 pp entre 1991 y 1994) y posterior estancamiento experimentado en la etapa contractiva de los noventa, período en el que el desempleo no se incrementó con tanta intensidad como lo ha hecho ahora.

TASA DE ACTIVIDAD POR NIVEL DE FORMACIÓN

Por nivel educativo, hay que destacar, en primer lugar, el comportamiento de la tasa de participación de las personas con menor nivel formativo. Como se puede comprobar en el gráfico 6, dicha tasa presentaba una clara tendencia decreciente, que se interrumpió a partir de 2005, cuando se estabilizó en el entorno del 28,5 %. Es notable, asimismo, que apenas se ha visto afectada por la crisis económica y, de hecho, tras alcanzar un mínimo en el tercer trimestre de 2006, en el 28,2 %, al final de 2010 se encontraba unas décimas por encima de dicho nivel, pese a que la tasa de desempleo de este grupo poblacional casi se triplicó entre 2007 y 2010.

En cuanto a las personas con estudios medios, su tasa de actividad no dejó de aumentar hasta el segundo trimestre de 2009, y desde entonces apenas se ha recortado en un punto porcentual, a pesar del fuerte incremento del desempleo en este segmento. También es destacable su insensibilidad cíclica hasta mediados de la década de los noventa, período en el que se mantuvo estabilizada en el entorno del 62 %, aunque el desempleo había comenzado ya a disminuir.

Por último, el comportamiento de la participación de la población con estudios superiores ha sido, en cierta medida, similar al de la gente con estudios medios. No dejó de crecer hasta



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

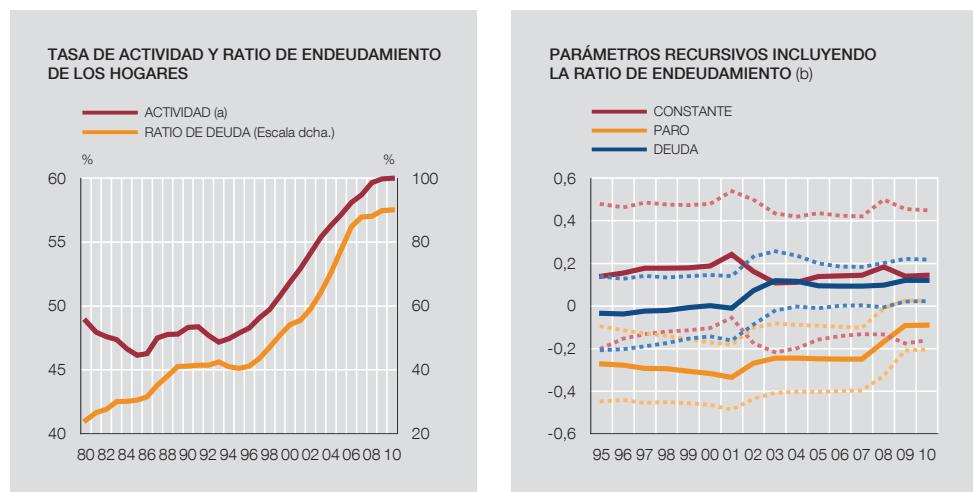
2009 y a partir de entonces se recortó en un punto porcentual, en un contexto en el que la tasa de paro se duplicó, desde un mínimo del 5% en 2007 hasta el 9,7% de 2010. En este caso, tampoco se aprecian efectos importantes de la recesión de los noventa sobre la participación.

Posibles factores explicativos de la resistencia de la participación

Teniendo en cuenta los desarrollos anteriores, se podría afirmar que el «efecto desánimo» —que establece que, según aumentan la tasa y la duración media del desempleo, los parados se desaniman y dejan de buscar empleo, abandonando la fuerza laboral— ha sido mucho menos intenso que en períodos recesivos previos y que, probablemente, ha predominado lo que se conoce como «efecto trabajador adicional». Dentro de la teoría neoclásica de la oferta de trabajo, este efecto se basa en la noción de que, según se incrementa la tasa de desempleo, miembros adicionales del hogar entran en el mercado laboral para sostener la renta de la familia. Tradicionalmente, los distintos estudios empíricos han encontrado que el efecto desánimo ha tendido a predominar sobre el efecto trabajador adicional, lo que ha motivado prestar una menor atención a este último².

Una cuestión interesante que surge en este contexto es qué factores pueden estar detrás de esta menor sensibilidad cíclica de la tasa de actividad motivada por un mayor peso del efecto trabajador adicional. Una posibilidad es el mayor endeudamiento de las familias, que hace necesaria la obtención de rentas adicionales por parte de otros miembros del hogar en caso de desempleo del cabeza de familia para poder hacer frente al servicio de la deuda. Asimismo, este fenómeno también actúa incentivando la permanencia de los miembros activos del hogar en el mercado laboral³. Como se puede apreciar en el gráfico 7 (panel izquierdo), donde se recoge la tasa de actividad junto con una ratio de endeudamiento, calculada como el cociente entre los pasivos de los hogares e instituciones sin fines de lucro obtenidos de los balances financieros y el PIB nominal, existe una correlación elevada entre ambas variables (de 0,97), que parece sugerir que este elemento podría haber influido en la dinámica de la participación laboral española.

2. Véase, por ejemplo, Cullison (1979). 3. Otro factor de ajuste es a través del margen intensivo, mediante la realización de horas extraordinarias. Los datos de la EPA muestran, sin embargo, que el porcentaje de asalariados que realizan horas extraordinarias se recortó desde el 7,8% de media en 2007 hasta el 4,5% en 2010, de las cuales aproximadamente un 44% serían horas sin remunerar. También se ha reducido otra vía de ajuste —extensiva—, como el empleo secundario. El porcentaje de ocupados con un empleo secundario pasó del 2,6% al 2,2% en dicho período, recortándose un 23,5% en cifras absolutas en dicho período.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

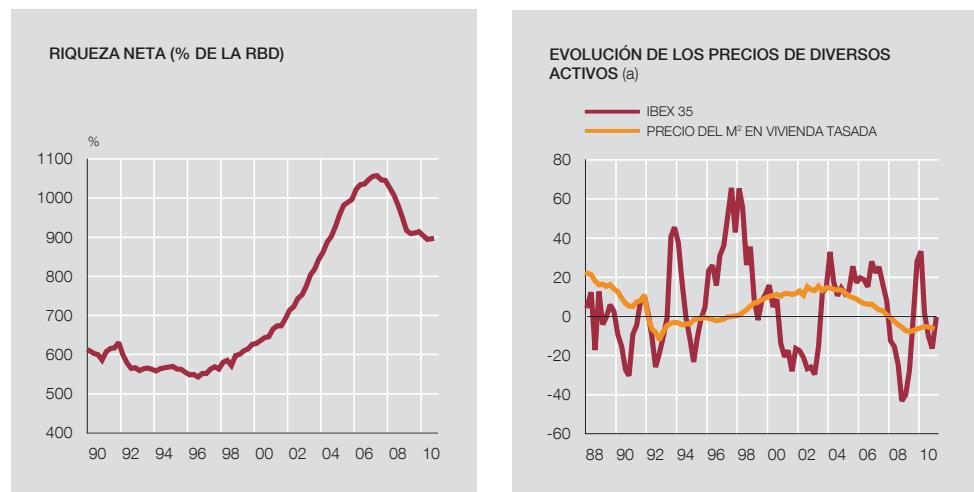
- a. Series enlazadas en el Banco de España, calculadas sobre población de más de 16 años.
 b. Regresión con datos anuales en primeras diferencias de la tasa de actividad sobre una constante, la tasa de paro y la ratio de endeudamiento de los hogares. Las líneas punteadas representan los intervalos de confianza al 95%.

Este resultado se puede complementar mediante un sencillo ejercicio de regresión como el de la sección segunda, en el que se añade la variación de la ratio de endeudamiento de los hogares como variable explicativa (panel derecho, gráfico 7). Como se puede observar, esta variable es significativa desde inicios de la década anterior, y particularmente al final de la muestra, en detrimento de la tasa de paro, que pierde su significatividad estadística precisamente en el período 2008-2010.

Otros factores explicativos los aportan Duval et ál. (2010), quienes se centran en la evolución de la participación de las personas mayores. Atribuyen su resistencia en las principales economías de la OCDE durante la actual crisis a la combinación de varios elementos. En primer lugar, durante la última década se han endurecido los incentivos de acceso a la jubilación anticipada y a las prejubilaciones en numerosos países europeos, mecanismo que se empleó masivamente durante la recesión de inicios de los noventa para contener las cifras de desempleo y, en la creencia en la existencia de un stock fijo de empleo (*lump of labour*), para favorecer el empleo juvenil. Por otra parte, señalan que en esta crisis se han producido pérdidas inusualmente elevadas en la riqueza financiera (en particular, de los fondos de pensiones, que, además, tienen actualmente una mayor importancia para la renta esperada de este colectivo) y no financiera (inmobiliaria) en la mayoría de economías desarrolladas, lo que podría haber inducido a los trabajadores mayores a permanecer más tiempo en la población activa. Lógicamente, este último factor también habría afectado a las decisiones de participación del resto de segmentos de edad.

Estas explicaciones encajarían con la evidencia disponible para España, donde, como se ha visto, la tasa de actividad de las personas mayores de 55 años no ha dejado de crecer. En este caso, parece que de momento las empresas no han acudido masivamente a las prejubilaciones ni a las jubilaciones anticipadas para ajustar sus plantillas⁴, probablemente por la flexibilidad que

4. Los datos de altas en las prestaciones de jubilación de la Seguridad Social muestran un incremento de la jubilación anticipada del 18% entre el período 2004-2007 y el bienio 2008-2009, aunque como porcentaje del total de nuevas altas se redujo desde el 46% al 42% en dicho período.



FUENTES: Ministerio de Fomento, Bloomberg y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual deflactadas con el IPC.

les otorgan tanto los contratos temporales como la vía de despido exprés (Ley 45/2002) —esta última no disponible a principios de los noventa—, así como por el hecho de que las autoridades económicas no las han incentivado activamente. También se han ido endureciendo a lo largo de los últimos años los requisitos para la jubilación temprana, en tanto que la destrucción de riqueza financiera y no financiera (gráfico 8) ha sido relativamente mayor que en la recesión previa.

Adicionalmente, y como ya se ha comentado más arriba, a la hora de entender la trayectoria de la tasa de participación española hay que destacar la importancia de los efectos cohorte sobre la tasa de actividad femenina y la entrada en el mercado de trabajo de inmigrantes con unas tasas de actividad más elevadas y resistentes al ciclo.

Conclusiones

La tasa de actividad de la economía española ha mostrado una elevada resistencia cíclica durante la última crisis económica, pese al deterioro del mercado laboral. Esta menor sensibilidad cíclica se detecta en prácticamente todas las dimensiones de análisis, destacando, no obstante, en los casos de la participación femenina y de los grupos poblacionales de mayor edad.

Este comportamiento de la tasa de participación no es exclusivo de la economía española, puesto que, en mayor o menor medida, también se ha reproducido en la mayoría de economías avanzadas durante la crisis actual. Duval et ál. (2010) realizan un estudio de la evolución de la tasa de actividad en las economías de la OCDE durante etapas recesivas en el período 1960-2008 y lo comparan con la evolución reciente, y encuentran notables divergencias, con caídas de la participación muy lejanas del patrón habitual en recesiones previas.

Si se atiende a un análisis por grupos de edad, el descenso de la participación se concentró en los más jóvenes⁵, donde la tasa de desempleo se situó en niveles abultados, y, al contrario

5. Duval et ál. (2010) estiman que las personas más jóvenes experimentan reducciones de su actividad del orden de 4 pp-6 pp, y estas caídas están condicionadas por la facilidad de acceso a la educación postsecundaria: a mayor facilidad, mayor caída. Los datos para las economías de la OCDE muestran caídas de la participación similares a la experiencia histórica previa. En el caso español, hay que destacar que parte de la disminución de la participación de los jóvenes estaría vinculada al abandono del mercado laboral de jóvenes desempleados con la intención de mejorar su nivel de formación, como parece deducirse de la información procedente de los microdatos de la EPA, que muestra un incremento desde mediados de 2009 de la probabilidad estimada de que un joven inactivo retome los estudios.

que en períodos recesivos previos, apenas afectó a los segmentos de más edad, pese a que también repuntó notablemente su desempleo. Asimismo, el recorte de la tasa de actividad parece haberse centrado, en general, en las personas con menor formación, donde se triplicó su tasa de paro.

La evidencia empírica apunta hacia un *patrón generalizado*, a escala tanto internacional como demográfica, en la evolución de la tasa de actividad, caracterizado por su resistencia cíclica en la mayoría de las dimensiones, excepto tal vez en el segmento de los más jóvenes. Pese a que es probable que aún no se hayan observado plenamente los ajustes de la tasa de actividad, puesto que, como hemos visto, algunos de ellos se producen de forma dilatada en el tiempo, esta evidencia sugiere buscar explicaciones comunes a dicho patrón. Algunas de estas explicaciones serían, en primer lugar, la entrada de miembros adicionales del hogar en el mercado de trabajo para sostener la renta familiar en respuesta al aumento del desempleo y dado el alto nivel de endeudamiento de los hogares. En segundo lugar, las decisiones de participación también se han tenido que ver muy afectadas por la pérdida de valor de la riqueza, tanto financiera como no financiera, mayor que en episodios previos de ajuste económico. Asimismo, el endurecimiento de los criterios de acceso a la jubilación anticipada o a las prejubilaciones en numerosas economías desarrolladas habría favorecido la permanencia en la actividad de los grupos poblacionales de mayor edad. Y, por último, y esto es más específico al caso español, existe una serie de factores demográficos de más largo alcance que han fomentado la resistencia de la tasa de actividad, como son los efectos cohorte sobre la participación femenina y la presencia de un colectivo inmigrante con un peso específico importante en nuestra población activa.

BIBLIOGRAFÍA

- CUADRADO, P., A. LACUESTA, J. M. MARTÍNEZ y E. PÉREZ (2007). *El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional*, Documentos de Trabajo, n.º 0732, Banco de España.
- CULLISON, W. E. (1979). *The determinants of labor force participation: an empirical analysis*, Federal Reserve Bank of Richmond, Working Paper 79-3.
- DUVAL, R., M. ERIS y D. FURCERI (2010). «Labour Force Participation Hysteresis in Industrial Countries: Evidence and Causes», mimeo, OECD Economics Department.

18.4.2011.

LAS PRIMAS DE LOS CDS SOBERANOS DURANTE LA CRISIS Y SU INTERPRETACIÓN
COMO MEDIDA DE RIESGO

Las primas de los CDS soberanos durante la crisis y su interpretación como medida de riesgo

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Broto, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales, y por Gabriel Pérez-Quirós, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

La crisis de la deuda pública europea se inició en mayo de 2010 a raíz de los problemas de las finanzas públicas griegas, que se tradujeron en fuertes incrementos en el rendimiento exigido por los inversores a los títulos públicos griegos y desembocaron, finalmente, en una petición de apoyo financiero internacional. La desconfianza y las tensiones se contagieron rápidamente a aquellos países de la zona del euro en los que se percibían mayores debilidades, ya fuera en su situación fiscal o como consecuencia de los desequilibrios macroeconómicos acumulados. En otoño de ese mismo año, el Gobierno irlandés tuvo también que solicitar asistencia financiera a la UE y al FMI, en un nuevo episodio de tensionamiento de los mercados de riesgo soberano. El pasado mes de abril fueron las autoridades portuguesas las que demandaron ayuda tras una marcada escalada de los tipos de interés de su deuda, si bien en esta ocasión las tensiones no se extendieron a otros soberanos, como ocurrió en los casos anteriores.

La percepción sobre el riesgo soberano, por otro lado, no solo condiciona el coste de financiación del sector público y su capacidad para refinanciarse en los mercados, sino que también influye en los costes de financiación de otros agentes de la economía. Por ello, es importante disponer de herramientas que permitan identificar qué factores se encuentran detrás del incremento reciente del riesgo soberano en las economías de la zona del euro.

Habitualmente, el riesgo soberano se mide a partir de las diferencias entre los tipos de interés de los bonos soberanos de igual vencimiento y características, emitidos por dos Estados diferentes. De este modo, lo que se aproxima en realidad es un riesgo diferencial. Los *Credit Default Swaps* (en adelante, CDS) soberanos proporcionan una vía alternativa para estimar los riesgos soberanos individuales². Con anterioridad a la crisis, los mercados de CDS soberanos eran poco líquidos para medir adecuadamente los riesgos soberanos de las economías desarrolladas. Tras su desencadenamiento, sin embargo, se produjo un fuerte incremento tanto de las primas cotizadas como de los volúmenes negociados, que se duplicaron. Según los datos del BIS, en la primera mitad de 2010 la proporción de CDS soberanos sobre el total de CDS era del 13 %, mientras que al inicio de la crisis (segundo semestre de 2007) esta ratio era solo del 6 %³.

Un CDS es un contrato OTC (del inglés *over the counter*, o negociado en un mercado no organizado) muy similar a un seguro, en el que un comprador (de protección frente al riesgo soberano) paga una cantidad fija —la prima del CDS— hasta su vencimiento o la ocurrencia del llamado «evento de crédito», que para un CDS soberano equivaldría al incumplimiento de los compromisos de pago por parte del Estado emisor⁴. Si este se produce antes del vencimiento del CDS, el vendedor de la protección paga una compensación al comprador⁵. De

1. Este artículo está basado en *How can we interpret sovereign CDS spreads during the crisis?*, Documento de Trabajo del Banco de España de próxima publicación, de los mismos autores y de Szabolcs Sebestyén (Universidad Europea de Madrid). Para más detalles sobre los datos utilizados y las características metodológicas, véase el documento de referencia. 2. Véase Blanco et ál. (2005) para un análisis de la relación entre primas de los CDS corporativos y los diferenciales de rendimientos de dichos bonos. 3. Datos obtenidos del *Triennial and semiannual surveys (Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June 2010)*, del BIS, publicado en noviembre de 2010. 4. El incumplimiento, en el caso de un CDS soberano, puede incluir no solo el impago, sino también, por ejemplo, una reestructuración de plazos o una modificación de los tipos de interés. 5. Supongamos que el diferencial de un CDS soberano a diez años del país X para un contrato con principal de 10 millones de dólares es de 300 pb. Esto quiere decir que el comprador pagará 300.000 dólares al año y obtiene el derecho de vender los bonos emitidos por el país X por el valor facial en caso de impago.

este modo, la prima pagada por el comprador de un CDS puede descomponerse en la suma de dos componentes básicos [véase, por ejemplo, Pan y Singleton (2008)]: una pérdida esperada, que de acuerdo con las estimaciones disponibles [Remolona et ál. (2007), por ejemplo] tiende a ser relativamente pequeña, y una prima de riesgo soberano⁶.

En este artículo se analiza la evolución reciente de las primas de los CDS soberanos para estudiar qué tipo de determinantes han favorecido el incremento del riesgo soberano que se ha registrado durante la crisis. El artículo contiene cuatro secciones, además de esta introducción. Más concretamente, en la primera se explican las ventajas de las primas de los CDS soberanos frente a los diferenciales de deuda para el análisis del riesgo soberano en una situación como la actual. Seguidamente, se presentan los resultados de diversos ejercicios empíricos en los que se descompone la evolución de las primas de los CDS de una serie de países desarrollados: en una parte que corresponde a factores globales y en otra que se deriva de la presencia de factores idiosincrásicos. En la tercera, el componente idiosincrásico estimado se separa, además, en una parte genuinamente basada en los fundamentales de la economía y en otra que se puede asociar al contagio y/o sobrereactión a los movimientos de otros soberanos. Finalmente, tras presentar los resultados más relevantes, se resumen las principales conclusiones.

La medición del riesgo soberano mediante las primas de los CDS

Tras el inicio de las turbulencias financieras en 2007, las primas de los CDS soberanos aumentaron incluso en economías con una elevada calificación crediticia, como Estados Unidos. El gráfico 1 muestra la evolución de dichas primas, para el plazo de diez años, en diez economías de la OCDE (Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Alemania, Francia, España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal)⁷. Estos países se han elegido para abarcar un grupo diverso de economías del área del euro, así como un conjunto de otras economías desarrolladas que pueda actuar como grupo de control para las estimaciones que se realizan. Como cabía esperar dadas las acontecimientos reseñados en la introducción, los mayores incrementos corresponden a la prima de los CDS de Irlanda, Grecia y Portugal (en todos estos casos, las agencias de calificación rebajaron, en distintas ocasiones, la calificación de la correspondiente deuda soberana). Los menores aumentos tuvieron lugar en Estados Unidos, Francia y Alemania. Por lo tanto, en los mercados de CDS soberanos se ha registrado una discriminación entre activos que no ocurría antes de la crisis financiera.

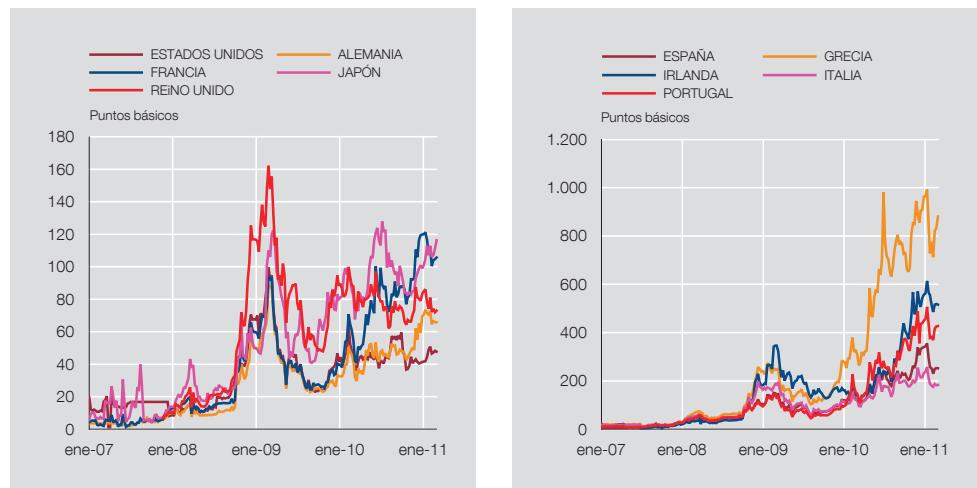
Los desarrollos anteriores podrían documentarse igualmente a partir de la evolución de los diferenciales entre los tipos de interés de bonos u obligaciones públicas emitidas por los diferentes Estados. Sin embargo, hay dos razones fundamentales por las que en una situación como la actual parece preferible centrar los análisis en las primas de los CDS soberanos. En primer lugar, cuando se utilizan los diferenciales de deuda no es posible, por construcción, analizar la evolución del riesgo soberano del país de referencia. Adicionalmente, los resultados pueden depender del país elegido para tal papel. El segundo motivo es de carácter más técnico. En un contexto de crisis financiera como el reciente, las rentabilidades de los bonos podrían verse «contaminadas» por efectos, como el de «huida hacia la calidad» de los inversores, que podrían sesgar a la baja la cuantificación de las primas de riesgo soberanas⁸.

Para analizar el posible alcance de este último argumento, se ha realizado, en primer lugar, un análisis de cointegración de las primas de los CDS soberanos y de los diferenciales de deuda

6. Además del riesgo soberano, la prima del CDS puede estar recogiendo también un componente de riesgo de contraparte y un riesgo de liquidez. **7.** Se han elegido las primas de los CDS a diez años por comparabilidad con los diferenciales de deuda soberana a diez años. No obstante, la liquidez de este mercado es similar con plazo a diez años y a cinco años. **8.** Estos resultados no implican que las primas de los CDS soberanos no estén exentas de limitaciones, como, por ejemplo, la falta de liquidez en determinados períodos o países.

CDS SOBERANOS A DIEZ AÑOS

GRÁFICO 1



FUENTES: Bloomberg y Datastream.

CONTRASTES DE COINTEGRACIÓN ENTRE CDS SOBERANO Y DIFERENCIAL A DIEZ AÑOS (a)

CUADRO 1

Países	Estadístico (b)	P-valor	Resultado del contraste
Estados Unidos	11,23	0,20	Ausencia de cointegración
Francia	3,90	0,91	Ausencia de cointegración
Japón	12,60	0,15	Ausencia de cointegración
España	15,56*	0,04	Cointegración
Grecia	20,74*	0,01	Cointegración
Irlanda	23,04*	0,00	Cointegración
Italia	16,86*	0,03	Cointegración
Portugal	16,19*	0,03	Cointegración
Reino Unido	7,86	0,47	Ausencia de cointegración

FUENTE: Banco de España.

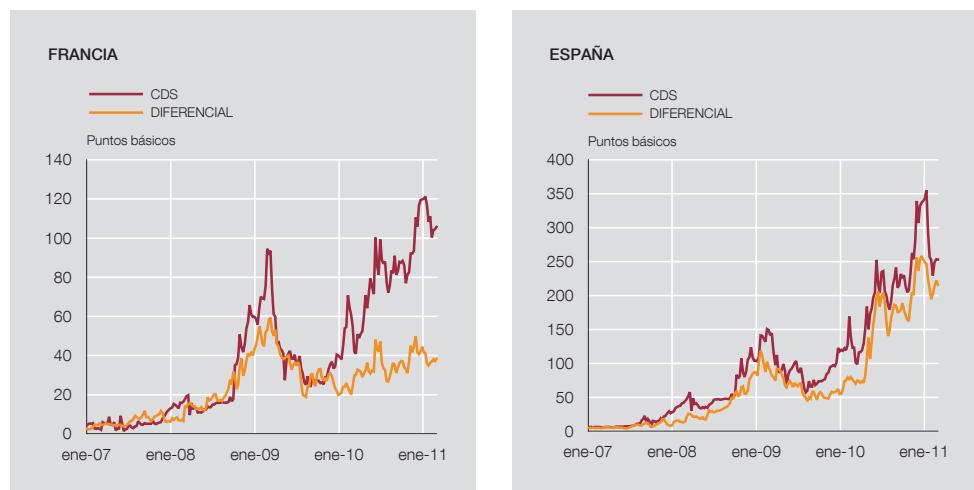
a. El diferencial a diez años es la diferencia entre el tipo de interés a diez años de cada país con respecto al del bono alemán.

b. El asterisco indica significatividad al 5%.

de estos diez países. Este tipo de análisis no es nuevo en esta literatura [véase, por ejemplo, Blanco et ál. (2005)]. En principio, las primas de los CDS y los diferenciales de deuda deberían evolucionar en paralelo para no generar oportunidades de arbitraje entre ambos mercados. En otras palabras, dado que ambas variables son medidas del riesgo soberano, en el largo plazo deberían seguir una senda muy similar, con independencia de que en episodios concretos puedan producirse desviaciones que luego tiendan a corregirse⁹.

Los resultados del análisis aparecen en el cuadro 1, donde se contrasta si las primas de los CDS de cada país y el *spread* entre el tipo de interés del bono a diez años de ese mismo país y el del bono alemán, que se considera como el tipo de interés de referencia o de menor riesgo, siguen ese comportamiento afín a largo plazo¹⁰. Como se puede apreciar en el cuadro, en

9. Dicho de una forma más técnica, pese a que las primas de CDS y los diferenciales de deuda son procesos integrados que no tienen convergencia a la media, las diferencias entre ambas, teóricamente, deberían ser procesos estacionarios de convergencia a la media. 10. Se calcula el test de Johansen para todos los países, con la excepción de Alemania, ya que se toma el bono a diez años alemán como activo libre de riesgo para el cálculo del diferencial.



FUENTE: Datastream.

Estados Unidos, Francia, Japón y Reino Unido no se encuentra esa relación de largo plazo entre las dos medidas de riesgo soberano, que, sin embargo, sí se detecta en los demás casos. Una posible interpretación es que la huida hacia la calidad en períodos de crisis «contamina» la evolución del riesgo aproximada mediante los diferenciales soberanos en aquellos países que —como Estados Unidos, por ejemplo— se han beneficiado de esa huida.

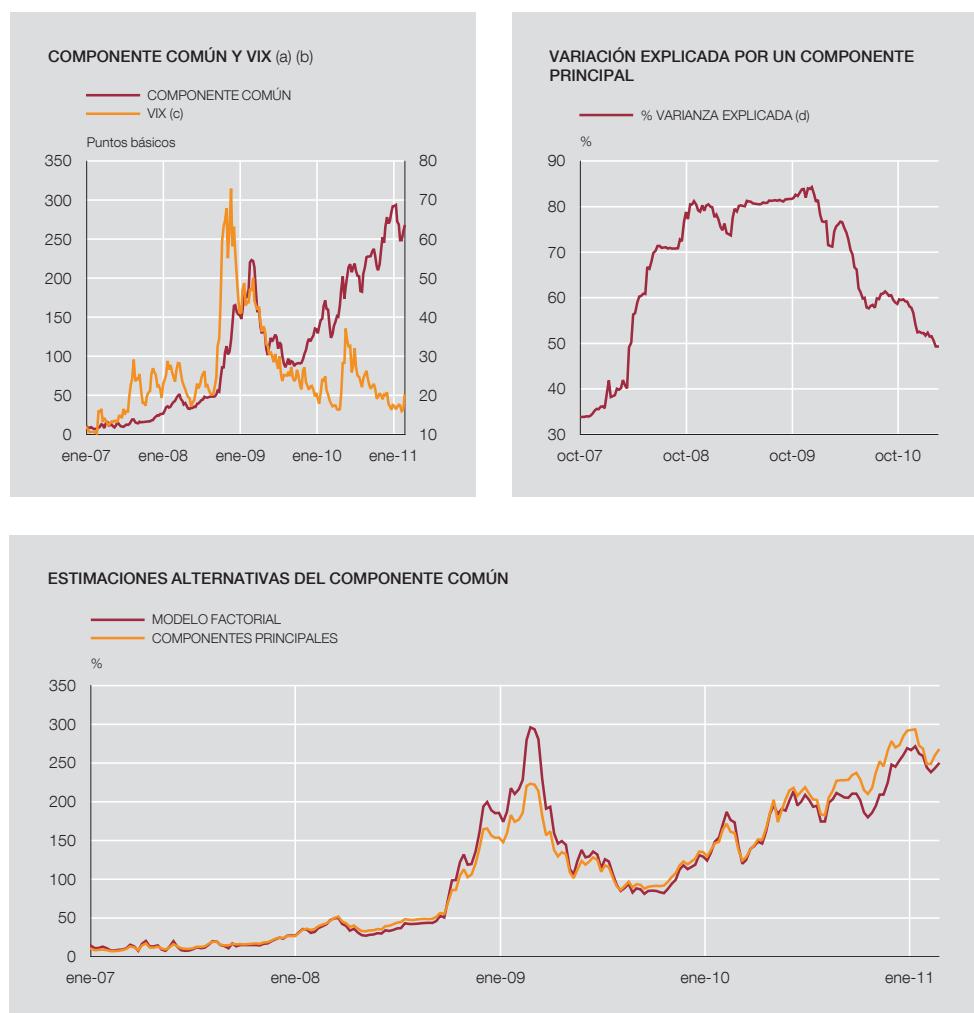
En esta misma línea, el gráfico 2 representa la evolución de las dos medidas de riesgo para los casos de España y Francia. En Francia, donde no se detecta esa relación estable de largo plazo entre ambas, la prima de los CDS y el diferencial de tipos de interés con Alemania presentan una evolución dispar, asociada a los períodos de mayor virulencia de la crisis financiera. En el caso de España, por el contrario, ambas magnitudes siguen una senda muy similar también en los momentos de tensión.

Estos resultados se ven confirmados por los de un experimento alternativo a partir de un análisis estándar de componentes principales. Cuando se estima este modelo para caracterizar la evolución de las primas de los diez CDS soberanos, se encuentra que un solo componente principal explica el 60 % de la variabilidad agregada de las primas. Sin embargo, cuando se repite el ejercicio para los diferenciales de tipos de interés, se precisan dos componentes principales para explicar la misma proporción de varianza. Estos, por otra parte, tienen una estructura muy concreta: en el primero de los componentes, los países que se han beneficiado de la huida a la calidad tienen un peso muy pequeño, mientras que es muy alto en el segundo.

Una descomposición de las primas de los CDS soberanos en factores globales e idiosincrásicos

En esta sección se analizan las primas de los CDS soberanos a partir de dos ejercicios empíricos diferenciados. En el primero de ellos, se profundiza en el análisis de componentes principales presentado anteriormente. Como ya se ha señalado, este método permite concluir que un solo factor o componente principal es suficiente para explicar la mayor parte de la variabilidad de las primas de los CDS (el 60 %). La evolución del componente común de las primas de los CDS soberanos, según la literatura, debe estar muy relacionada con la evolución de la aversión al riesgo mundial agregada¹¹. Una forma de aproximar dicha aversión al riesgo global es mediante el indicador de la volatilidad implícita del índice S&P500 conocido como «VIX». El primer panel del gráfico 3 representa la evolución del componente común y del VIX.

11. Véase Longstaff et ál. (2010), que analizan la dinámica común de las primas de los CDS de diferentes países emergentes.



FUENTE: Banco de España.

- a. El componente común se ha calculado mediante componentes principales.
- b. VIX es un índice de volatilidad implícita que aproxima la aversión al riesgo internacional.
- c. El eje derecho corresponde al índice de volatilidad VIX.
- d. Se muestra una ventana móvil de diez meses.

Se observa que su evolución es muy similar hasta finales de 2009, es decir, hasta que se empiezan a gestar las tensiones soberanas de algunas economías europeas. Posteriormente, ambas magnitudes parecen estar muy poco correlacionadas. De este modo, parece que la proporción de la varianza de las primas de los CDS que puede explicar el componente global no es constante en el tiempo. Hasta el último trimestre de 2009 el riesgo soberano tenía un componente global mucho mayor que desde esa fecha, tras el desencadenamiento de la crisis asociada a la vulnerabilidad de la deuda en la zona del euro.

Para comprobar esta hipótesis se reestiman los componentes principales: no para todo el período muestral disponible, sino repitiendo el ejercicio cada semana y considerando, en cada caso, datos que cubren un período (una «ventana móvil») de diez meses. En el segundo panel del gráfico 3 se muestran los resultados de este ejercicio. Como puede observarse, y en línea con observaciones de otros autores y analistas, tras la quiebra de Lehman Brothers la evolución de las primas de los CDS pareció obedecer básicamente a factores comunes. De hecho, un solo componente principal llegó a explicar en torno al 80 % de la variación común en esos momentos. Sin embargo, desde finales de 2009, coincidiendo con el inicio de los problemas

CONTRIBUCIÓN DE LOS FACTORES A LAS PRIMAS DE LOS CDS

GRÁFICO 4



FUENTE: Banco de España.

asociados a la deuda soberana de diversas economías europeas, la importancia de la evolución de ese factor común desciende, cediendo terreno por tanto a factores idiosincrásicos de cada economía.

Para analizar más detalladamente el peso relativo del componente común y de los componentes idiosincrásicos de las primas de los CDS, el segundo método que se utiliza en este artículo consiste en descomponer estas primas mediante un modelo (factorial dinámico) que permite estimar los pesos relativos de tres componentes: un factor común —asociado a determinantes de tipo global—, un factor relacionado con el nivel de aversión al riesgo global ligado a la evolución del VIX y un componente idiosincrásico de cada país.

En primer lugar, es importante observar que esta metodología produce resultados que, en lo que son comparables, resultan muy similares a los del anterior ejercicio de componentes principales: en el tercer panel del gráfico 3 se representa el factor común que se obtiene mediante cada uno de los procedimientos.

Los dos primeros paneles del gráfico 4 representan la contribución promedio de cada uno de los tres factores a la evolución de las primas de los CDS, con anterioridad y posterioridad, respectivamente, al inicio de los problemas soberanos en la zona del euro (que se ha fechado a estos efectos en septiembre de 2009). En la primera parte de la crisis, buena parte de la

evolución de las primas de los CDS estaba dominada por el factor asociado al VIX (que se puede interpretar como una prima relacionada con la evolución de la aversión al riesgo global), así como por el factor común. Los factores idiosincrásicos apenas tienen peso (salvo en el caso de Grecia). Es decir, por la importancia de los factores comunes y globales, en este período las primas de los CDS proporcionaban una aproximación al riesgo soberano que coincidía fundamentalmente con la percepción del riesgo global.

En la segunda etapa, coincidiendo con una menor aversión al riesgo global, el factor asociado a este disminuye considerablemente. Además, se pueden diferenciar dos grupos de países según su composición. Por un lado, en los países que no han tenido problemas severos asociados a su deuda (Estados Unidos, Alemania, Francia, Japón y Reino Unido) domina el factor común. De hecho, en Estados Unidos y en Alemania el factor idiosincrásico se vuelve negativo, lo que podría reflejar su papel como activo refugio. Por otro lado, en los demás países el factor idiosincrásico lleva el peso de la evolución de sus CDS, lo que demuestra la sensibilidad de los inversores a la percepción de posiciones fiscales o macroeconómicas más vulnerables. La importancia de sus factores idiosincrásicos da a entender que existe un margen en estos países para adoptar medidas orientadas a reducir la desconfianza de los inversores.

Una descomposición del componente idiosincrásico de las primas de los CDS en factores fundamentales y efectos contagio

Cabe preguntarse en qué medida el factor idiosincrásico de riesgo soberano está relacionado directamente con la evolución de las propias variables fundamentales del país o si, por el contrario, responde a posibles efectos de contagio o de sobreexposición a sucesos externos (aunque estos últimos podrían guardar también alguna relación —indirecta en este caso— con las variables fundamentales de la economía). Una posibilidad para tratar de dar respuesta a esta pregunta sería analizar la relación entre este componente idiosincrásico y las variables nacionales fundamentales, que, en teoría, deberían explicarlo. Sin embargo, las variables macroeconómicas que podrían desempeñar ese papel no están disponibles con la frecuencia (semanal) que requiere el análisis.

Un procedimiento alternativo indirecto consiste en calcular (en un contexto de regresión dinámica tipo VAR) qué proporción (de la varianza) del componente idiosincrásico de cada país puede ser explicada por la evolución pasada de los componentes idiosincrásicos de otros países. En el tercer panel del gráfico 4 se representa una descomposición de este tipo. Como se puede observar, España es el país que más parece haber sufrido el contagio de movimientos en factores idiosincrásicos de otras economías, ya que más del 80 % (de la varianza) del componente idiosincrásico español tiene su origen en la evolución de los factores idiosincrásicos del resto de las economías. La evolución de la prima de los CDS soberanos de países como Grecia, Irlanda o Portugal explica más de la evolución del CDS español que la propia historia de este. Italia, por otro lado, comparte con España esta característica de verse más influenciada por otros países que por su propia dinámica interna. Por el contrario, los restantes países con alto componente idiosincrásico presentan varianzas explicadas por componentes internos que superan el 40 %. También figuran entre las primas de los CDS dominadas por factores internos las de economías en las que el componente idiosincrásico tiene un peso relativo pequeño (Estados Unidos y Alemania, que, obviamente, apenas están afectados por la evolución de las demás economías).

Conclusiones

En este artículo se descomponen las primas de los CDS soberanos de diez economías desarrolladas, tanto de la zona del euro como fuera de ella, en tres componentes independientes entre sí: un factor común a todos los países, un componente relacionado con la aversión al riesgo global y, por último, un componente idiosincrásico que capta el conjunto de factores nacionales que afectan a la cotización de las primas.

Los resultados muestran que la suma del factor común y del factor vinculado al grado de aversión al riesgo global explica la mayor parte de la evolución de los CDS hasta el inicio de la crisis soberana europea. Tras el desencadenamiento de las perturbaciones en Europa y a medida que la aversión al riesgo en los mercados globales se reducía, se pueden clasificar los países en dos categorías. Por un lado, aquellos donde el componente común y el asociado al grado de aversión siguen explicando la mayor parte de la evolución de la prima y, por otro, aquellas economías donde el componente idiosincrásico supone la mayor proporción de la prima, que coinciden con los casos en los que los inversores han percibido unas mayores vulnerabilidades.

Un estudio más detallado del componente idiosincrásico de cada país permite deducir que los factores genuinamente nacionales han desempeñado un papel relevante en la evolución reciente de los diferenciales soberanos. No obstante, fenómenos que, como el contagio, resultan más atribuibles a la evolución de las condiciones en terceros países parecen haber operado también, afectando de manera singular a la economía española. En cualquier caso, la mera existencia de contagio puede ser también indicativa de la existencia de vulnerabilidades potenciales que sería necesario subsanar para reducir la prima de riesgo soberano.

6.4.2011.

BIBLIOGRAFÍA

- BLANCO, R., S. BRENNAN e I. W. MARSH (2005). «An Empirical Analysis of the Dynamic Relation between Investment-Grade Bonds and Credit Default Swaps», *The Journal of Finance*, vol. LX, n.º 5.
- LONGSTAFF, F., J. PAN, L. H. PEDERSEN y K. J. SINGLETON (2010). «How sovereign is sovereign risk?», *American Economic Journal*, en prensa.
- PAN, J., y K. J. SINGLETON (2008). «Default and recovery implicit in the term structure of sovereign CDS spreads», *The Journal of Finance*, n.º 63, pp. 2345-2384.
- REMOLONA, E., M. SCATIGNA y E. WU (2007). «Interpreting sovereign spreads», *Quarterly Review*, BIS, marzo, pp. 27-39.

DETERMINANTES Y PERSPECTIVAS DE LA TASA DE AHORRO EN ESTADOS UNIDOS

Este artículo ha sido elaborado por Lucía Cuadro-Sáez, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹

Introducción

Una de las consecuencias de la reciente crisis en la economía estadounidense ha sido el incremento del ahorro de los hogares, que ha pasado de situarse por debajo del 1 % de la renta bruta disponible en 2005 a representar un 5,8 % en promedio en 2010, rompiendo la tendencia decreciente que mantenía desde principios de los años ochenta. Aun con este repunte reciente, la tasa de ahorro en Estados Unidos sigue por debajo de su media histórica y de los niveles observados en otras economías desarrolladas, con la excepción del Reino Unido (véase gráfico 1). El aumento de la tasa de ahorro de los hogares, que es necesario para la recomposición de los balances de las familias, tiene, sin embargo, implicaciones sobre el comportamiento del consumo privado —tradicional motor del crecimiento de esta economía, pues representa más del 70 % del PIB—. En efecto, el aumento del ahorro, unido a la debilidad del mercado laboral y a las dificultades de acceso al crédito, está limitando el avance del consumo y, por tanto, la propia fortaleza de la recuperación iniciada en 2009, que hasta la fecha ha sido menos intensa que en episodios anteriores. Por otra parte, la baja tasa de ahorro de los hogares de Estados Unidos, al contribuir al mantenimiento de unas elevadas necesidades de financiación exterior de la economía estadounidense, ha sido uno de los elementos más destacados en la configuración de los desequilibrios globales, de forma que el aumento de la tasa de ahorro es también uno de los factores necesarios para llegar a un patrón de crecimiento global más sostenible y equilibrado. Por todo ello, resulta interesante analizar cuáles son los determinantes de la tasa de ahorro en Estados Unidos, no solo con una perspectiva de corto plazo, que permita explicar su reciente repunte, sino también con una visión más de largo plazo, que ayude a discernir si ese aumento es sostenible y permita anticipar, con cierto margen de cautela, la posible evolución del ahorro familiar en los próximos años.

El resto del artículo se organiza de la siguiente manera. En la sección 2 se repasan los principales determinantes de la tasa de ahorro, desde un punto de vista teórico, y se describe su evolución en Estados Unidos en las últimas décadas. En la sección 3 se presenta un sencillo ejercicio empírico que permite evaluar la contribución de los distintos factores a la evolución de la tasa de ahorro en Estados Unidos desde la década de los sesenta. Sobre la base de ese ejercicio econométrico, la sección 4 ofrece proyecciones de la tasa de ahorro en los próximos años, bajo escenarios de ajuste tras la crisis alternativos. Finalmente, la sección 5 detalla las principales conclusiones del artículo.

Determinantes de la tasa de ahorro

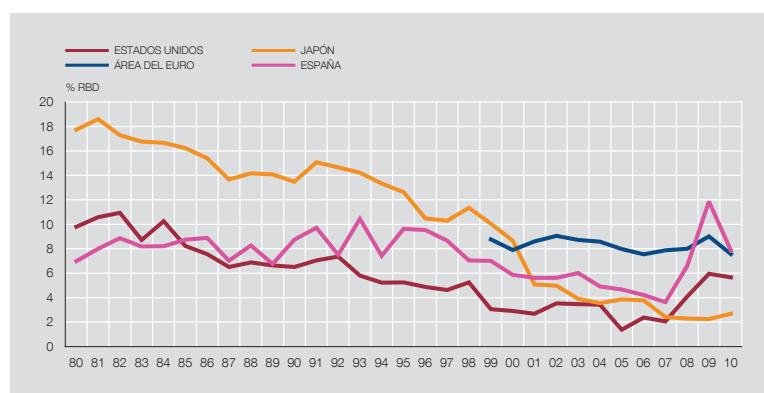
Las teorías de consumo del ciclo vital y de la renta permanente² establecen que las personas tratan de mantener una senda de consumo relativamente estable a lo largo de la vida, y que su consumo responde no a variaciones de la renta actual sino de la renta media esperada (permanente) y de la riqueza. A partir de estas teorías, se ha desarrollado un extenso cuerpo de literatura que ha incorporado otros factores macroeconómicos, financieros y demográficos a los inicialmente propuestos, para analizar el impacto de ciertas variables sobre las decisiones de ahorro de los hogares. El cuadro 1 recoge los principales factores contemplados en la literatura, junto con el signo esperado de su influencia en el ahorro.

Entre los factores macroeconómicos, la literatura muestra, en primer lugar, que los efectos sobre el ahorro de una variación en la *renta disponible* de los hogares dependen del

1. La autora agradece el apoyo técnico de Álvaro Claudio Osuna. 2. Véase Modigliani y Brumberg (1954), Ando y Modigliani (1963) y Friedman (1957).

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES (a) (b)

GRÁFICO 1



FUENTES: OCDE y estadísticas nacionales.

- a. En el gráfico se muestran las tasas de ahorro netas (es decir, restando el consumo de capital fijo de los empresarios individuales), que es la forma usual de analizar el comportamiento del ahorro en Estados Unidos. En otros países, como España, es más habitual el seguimiento de las series de ahorro bruto.
- b. Los datos correspondientes al año 2010 son previsiones.

IMPACTO ESPERADO DE LOS PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA TASA DE AHORRO

CUADRO 1

FACTORES MACROECONÓMICOS	Signo esperado	FACTORES MACROECONÓMICOS	Signo esperado
Tipo de interés real	+	Riqueza de los hogares	-
Inflación	+	Precio de la vivienda	-
Desempleo	+	Rendimientos bursátiles	-
Renta disponible	+ / -	Endeudamiento de las familias	-
Déficit público	+ / -	Liberalización financiera	-
FACTORES DEMOGRÁFICOS	Signo esperado		
Envejecimiento de la población	+ / -		
Esperanza de vida	+		

FUENTES: Estadísticas nacionales.

carácter permanente o temporal de este cambio, y de que afecte a hogares con mayores o menores restricciones crediticias. Así, variaciones permanentes de la renta tienden a trasladarse al consumo, mientras que es probable que las que se perciben como temporales se modulen en mayor medida con aumentos o disminuciones del ahorro —especialmente en períodos de elevada incertidumbre—, manteniendo estable el consumo, salvo que afecten a individuos con restricciones crediticias, que podrían optar por elevar su consumo. De acuerdo con esta teoría, en la medida en que la caída de la renta que se produce en las recesiones se perciba como temporal, cabría esperar que los hogares redujesen su tasa de ahorro. Sin embargo, como se aprecia en el gráfico 1 para el caso de Estados Unidos, la tasa de ahorro ha tendido a aumentar durante las fases contractivas, lo que puede explicarse por la influencia de otros factores (como el aumento de la incertidumbre) en las decisiones de gasto de los hogares, por la consideración como permanentes de los descensos en la renta y en la riqueza, o por el posible carácter no lineal de la relación entre renta y ahorro.

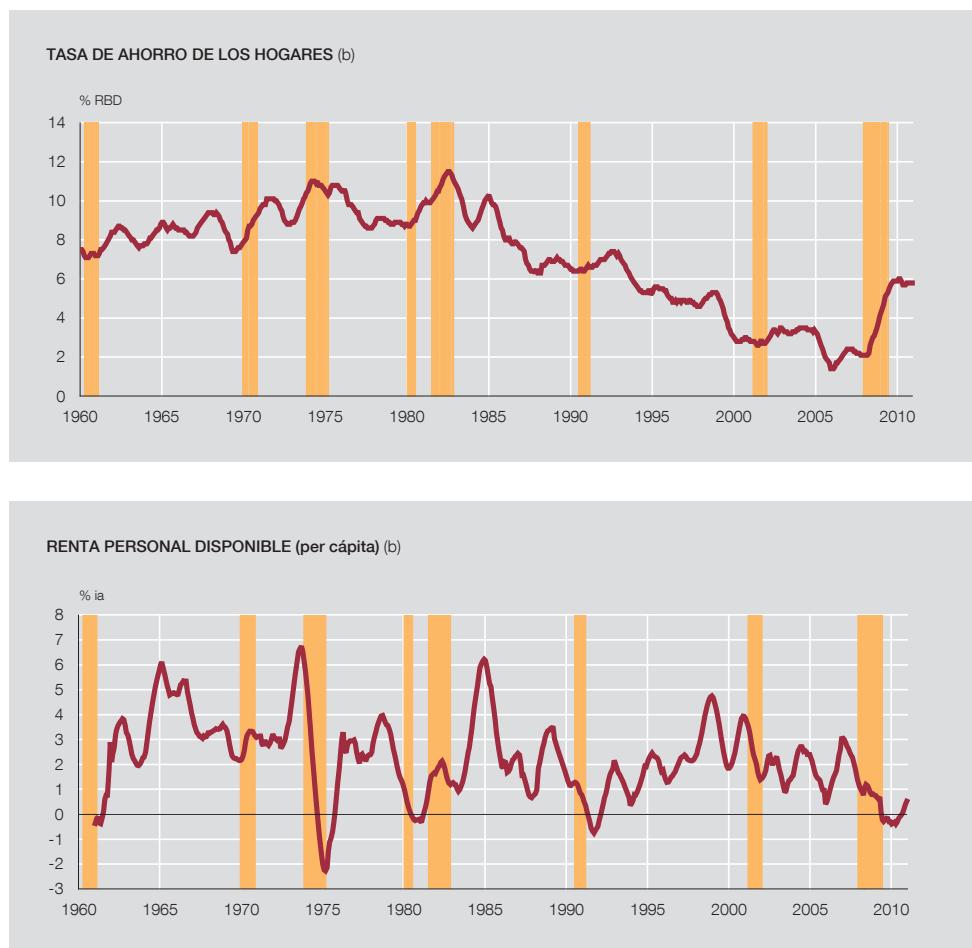
La naturaleza no lineal de la relación entre renta y tasa de ahorro puede apreciarse en comparaciones internacionales. Así, mientras que en países con rentas bajas se observan tasas muy reducidas de ahorro, ya que la mera subsistencia absorbe gran parte de los recursos, en las economías de renta media la tasa de consumo disminuye con el nivel de renta, pues a partir de un cierto umbral la subsistencia está cubierta y los hogares tienen fondos suficientes para dedicarlos al ahorro. En las economías avanzadas, la tasa de ahorro tiende a ser nuevamente más reducida, debido principalmente a que la existencia de sistemas de protección social financiados por el Estado reduce las necesidades de ahorro por motivo precaución. Existen, no obstante, excepciones a estas regularidades, en las que factores culturales o sociológicos desempeñan un papel relevante.

El aumento del *tipo de interés real* tiene un efecto positivo sobre la tasa de ahorro, pues, por un lado, aumenta el atractivo relativo del ahorro sobre el consumo y, por otro, al inducir una reducción en el precio de los activos, propicia un descenso de la riqueza de los hogares y, por tanto, favorece un aumento del ahorro. De hecho, la reducción de los tipos de interés reales entre 1985 y 2005 puede haber contribuido significativamente a la reducción de la tasa de ahorro en Estados Unidos. Otro factor a tener en cuenta es la *inflación*, cuyo efecto, a priori, es ambiguo. Así, en la medida en que contribuye a erosionar el valor del ahorro, ejerce una influencia negativa sobre el mismo; sin embargo, a la vez, mayores niveles de inflación vienen asociados con mayor incertidumbre y posibles pérdidas de poder adquisitivo, factores que impulsan un mayor ahorro. En la literatura empírica predomina la conexión positiva entre inflación y tasa de ahorro. En este sentido, la paulatina moderación de la inflación desde mediados de los ochenta en un contexto de mayor estabilidad económica ha podido favorecer la reducción de la tasa de ahorro. Asimismo, y de manera indirecta, una mayor inflación previsiblemente causará una reacción contractiva de la política monetaria, de modo que la consiguiente elevación de tipos de interés tenderá a estimular el ahorro. Por otro lado, el aumento en el *desempleo* de una economía tiende a fomentar el ahorro por motivo precaución³. Así, la experiencia histórica en Estados Unidos parece avalar esta relación, pues los episodios de fuerte aumento del desempleo han venido acompañados de un repunte de la tasa de ahorro de los hogares (véanse gráficos 2 y 3).

De acuerdo con otras teorías, la gestión de las finanzas del sector público desempeña un papel relevante en la determinación del ahorro de las familias. En este caso, el debate se centra en el predominio del efecto ricardiano⁴, por el que, ante un aumento del gasto público, el sector privado, anticipando posteriores subidas impositivas, incrementaría su ahorro, frente al efecto keynesiano, por el que un mayor gasto público se trasladaría, a través del multiplicador del gasto, a un mayor consumo privado. La literatura empírica no es concluyente sobre la prevalencia de estos efectos, sobre todo en horizontes de corto plazo, aunque el reciente y extraordinario incremento del déficit público en Estados Unidos invita a considerar este factor (véanse gráficos 2 y 3). Por otro lado, la composición de los gastos e ingresos públicos también es relevante para determinar el impacto del presupuesto sobre el ahorro⁵. Así, es previsible que el efecto ricardiano sea más relevante en el caso de variaciones en el consumo público que en el de cambios en la inversión productiva pública, pues es previsible que en este último caso los consumidores anticipen que esta inversión pueda contribuir a elevar la recaudación en el futuro, por lo que las expectativas de mayores impuestos serían más moderadas.

Los *factores financieros* también desempeñan un papel crucial en la determinación de las decisiones de ahorro y consumo de los hogares. En primer lugar, la riqueza de los hogares

3. Entre los análisis iniciales del ahorro por motivo precaución, destaca el trabajo de Carroll (1997). 4. Véase, por ejemplo, Barro (1974). 5. Véanse Masson et ál. (1995) y Callen y Thimann (1997).



FUENTES: Estadísticas nacionales.

- a. Las áreas destacadas en amarillo denotan períodos de crisis.
 b. Por claridad en la presentación, se muestra la media móvil de 12 meses.

influye positivamente en su disposición a consumir y, por tanto, negativamente en su propensión a ahorrar. La literatura suele distinguir entre los efectos sobre el ahorro de los hogares de la riqueza materializada en activos financieros y la mantenida en activos reales —principalmente inmobiliarios—. Esta distinción resulta particularmente útil a la hora de estudiar la reciente crisis en Estados Unidos, donde el fuerte incremento de la riqueza inmobiliaria y la posibilidad de acceder a líneas de crédito garantizadas por dichos activos han podido contribuir al descenso de la tasa de ahorro observado en las últimas dos décadas⁶. La caída en los precios de los activos y el brusco descenso de la riqueza neta registrado desde el inicio de la crisis habrían contribuido de manera muy notable a la recuperación de la tasa de ahorro desde 2006 (véanse gráficos 2 y 3).

La literatura teórica también destaca la importante influencia ejercida por la liberalización y las innovaciones financieras en la evolución de la tasa de ahorro. No obstante, el signo de la relación depende tanto de la naturaleza precisa de las innovaciones introducidas como del estadio de desarrollo financiero de la economía. Así, por un lado, la liberalización e innovación

6. La evidencia empírica reciente ha encontrado que los efectos riqueza sobre el consumo provenientes del componente inmobiliario son de una cuantía superior a los de la riqueza financiera. Véase, por ejemplo, Case et ál. (2001), Ludwig y Sløk (2002) o Bayoumi y Edison (2003).

TASA DE PARO, DÉFICIT FISCAL, RIQUEZA NETA Y ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN (a)

GRÁFICO 3



FUENTES: Estadísticas nacionales.

a. Las áreas destacadas en amarillo denotan períodos de crisis.

financieras amplían las posibilidades de intermediar el ahorro en la economía y, en particular, el abanico de instrumentos de ahorro ofrecidos por las entidades financieras, haciendo esta opción más atractiva y logrando que, de esta manera, se incremente la tasa de ahorro de la economía. Este canal es potencialmente más relevante cuanto menor sea el grado de desarrollo del sistema financiero. Sin embargo, los procesos de profundización financiera también están encaminados a favorecer el acceso a la financiación, reduciendo las restricciones crediticias y potenciando así la capacidad de endeudamiento y el consumo. Parece claro que este segundo efecto ha dominado el intenso proceso de innovación y liberalización financiera que ha tenido lugar en Estados Unidos en las últimas dos décadas, al ampliar sustancialmente el acceso de los hogares a la financiación y, por tanto, estimular el consumo y la inversión en vivienda, reduciendo la tasa de ahorro⁷. La notable expansión de titulizaciones con características cada vez más complejas, que enmascaran el riesgo asumido, junto con la falta de diligencia debida en el sistema financiero de Estados Unidos —factores que están en el origen de la crisis financiera—, han propiciado asimismo un crecimiento excesivo del crédito. En sentido opuesto, tras el estallido de la crisis, el acceso al crédito se ha restringido drásticamente, contribuyendo a frenar el consumo de los hogares, así como la inversión y la creación de empleo, especialmente por parte de las pequeñas y medianas empresas.

Tras la crisis, el sistema financiero se verá sometido a una regulación más estricta y un fortalecimiento de los controles, lo que previsiblemente se reflejará en una menor facilidad de acceso al crédito y un aumento permanente del nivel de ahorro. Además, el elevado endeudamiento alcanzado por los hogares se percibe ahora como no sostenible y ha dado lugar a un mayor esfuerzo ahorrador con el fin de liberar parte de la deuda y sanear los balances. Así, es previsible que este proceso de desapalancamiento, aún incipiente, se prolongue en los próximos años.

Finalmente, los *factores demográficos* ejercen una influencia destacada sobre la tasa de ahorro. De acuerdo con la teoría del ciclo vital, la relación entre edad y tasa de ahorro tiene una forma de U invertida, de modo que a partir de una determinada edad la propensión a ahorrar disminuye. Por tanto, en poblaciones más envejecidas es esperable encontrar una menor tasa de ahorro. En concreto, para estudiar este fenómeno generalmente se utiliza la tasa de dependencia poblacional por envejecimiento, que mide el número de personas mayores de 65 años por cada 100 adultos en edad de trabajar, así como la propia tasa de envejecimiento (medida como porcentaje de personas mayores de 65 años sobre el total de la población). Sin embargo, desde un punto de vista más amplio, algunos autores⁸ han investigado otras variables demográficas, como la expectativa de vida, el grado de fertilidad o la tasa de mortalidad. Aunque la evidencia empírica no es concluyente a nivel de país por la reducida variabilidad de las series, los estudios disponibles a nivel internacional tienden a confirmar el cumplimiento de la relación entre el envejecimiento poblacional y la tasa de ahorro. A pesar de que los cambios en la tasa de dependencia son muy lentos, en Estados Unidos cabe esperar que esta aumente como resultado de la jubilación de la generación del llamado *baby boom* (1945-1965), lo que, a su vez, justificaría una disminución de la tasa de ahorro a medio y largo plazo (véanse gráficos 2 y 3). No obstante, también se ha señalado el efecto indirecto de las presiones del envejecimiento de la población sobre las cuentas públicas (pensiones y gasto en sanidad), que podría originar un efecto positivo, de naturaleza ricardiana, sobre el ahorro de los hogares⁹.

7. Véanse, por ejemplo, Bayoumi (1993) y Glick y Lansig (2011). 8. Véase, por ejemplo, Li et ál. (2007). 9. Véase, por ejemplo, para el caso del área del euro, Fernández y Jiménez (2010).

VARIABLE DEPENDIENTE: tasa de ahorro (% RBD)	Coeficiente	P-valor
FACTORES MACROECONÓMICOS		
Tipo de interés real	0,206***	0,000
Inflación	0,173***	0,000
Desempleo	0,225***	0,000
Renta personal	-0,062***	0,000
Déficit fiscal	0,074**	0,005
FACTORES FINANCIEROS		
Riqueza neta	-0,023***	0,000
FACTORES DEMOGRÁFICOS		
Envejecimiento de la población	-0,775***	0,000
Constante	25,729***	0,000
ESTADÍSTICAS DE LA REGRESIÓN		
Número de observaciones	612	
R ² ajustado	91,50 %	

FUENTES: Estadísticas nacionales.

a. ** y *** indican significatividad al 90 % y al 99 %, respectivamente.

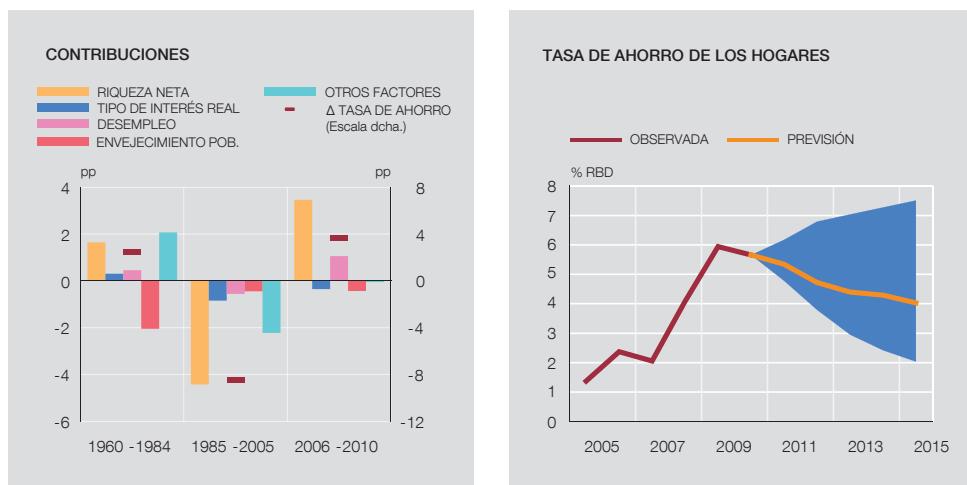
Análisis empírico de los determinantes de la tasa de ahorro en Estados Unidos

Para cuantificar la importancia de los distintos determinantes de la tasa de ahorro en Estados Unidos se ha realizado un ejercicio empírico para el que se ha estimado un modelo sencillo de comportamiento a largo plazo, en línea con los utilizados en la literatura, en el que la tasa de ahorro depende del tipo de interés real, la inflación, la tasa de paro, la renta disponible, el déficit fiscal, la riqueza neta y el envejecimiento de la población, como indica la ecuación [1], con la información disponible en frecuencia mensual desde enero de 1960 hasta diciembre de 2010.

$$\text{Tasa ahorro}_t = \text{constante} + b_1 \cdot \text{tipo interés}_t + b_2 \cdot \text{inflación}_t + b_3 \cdot \text{tasa paro}_t + b_4 \cdot \text{renta disponible}_t + b_5 \cdot \text{déficit fiscal}_t + b_6 \cdot \text{riqueza neta}_t + b_7 \cdot \text{envejecimiento población}_t + \text{error}_t, \quad [1]$$

Para valorar los resultados hay que tener presente los posibles problemas de endogeneidad y multicolinealidad habituales en este tipo de ejercicios, que se han intentado corregir en la medida de lo posible¹⁰. En cualquier caso, los resultados, mostrados en el cuadro 2, con un alto valor explicativo de la tasa de ahorro en Estados Unidos, confirman lo anticipado por la literatura. En concreto, respecto a los factores macroeconómicos, aumentos del tipo de interés real, de la inflación o del desempleo impulsan al alza la tasa de ahorro, al igual que sucede cuando se deteriora el déficit fiscal¹¹, mientras que un mayor nivel de renta está asociado a una menor tasa de ahorro. Por su parte, las variaciones de la riqueza neta están inversamente relacionadas con los movimientos en la tasa de ahorro¹². Finalmente, el envejecimiento de la población mantiene una relación negativa con la tasa de ahorro, en línea con el resultado habitual de la literatura.

10. Los modelos empíricos más sofisticados tienden a explotar la relación conjunta del consumo, la renta y la riqueza en el largo plazo, que puede presentar desviaciones a corto plazo respecto a esa tendencia. Véase, por ejemplo, Campbell y Mankiw (1989) y Lettau y Ludvigson (2001 y 2004). Estos modelos suelen estimarse mediante varias ecuaciones con mecanismos de corrección del error (modelos VECM), como hacen, por ejemplo, para el caso de España Sastre y Fernández-Sánchez (2005). **11.** En este sentido, si se toma un horizonte temporal más corto, que cubra los últimos diez años, la importancia del saldo fiscal se acentúa notablemente, contribuyendo de forma importante al incremento de la tasa de ahorro en los últimos tres años. **12.** En una especificación alternativa, en la que se añaden al modelo las restricciones de acceso al crédito como determinante de la tasa de ahorro, se encuentra que estas inciden positiva y significativamente sobre el esfuerzo ahorrador de los hogares.



El gráfico 4 presenta las contribuciones a la variación de la tasa de ahorro, distinguiendo tres etapas. En la primera de ellas, desde el inicio de la muestra hasta mediados de la década de los ochenta, la tasa de ahorro siguió una tendencia creciente; desde el 8 % de la renta disponible en 1960, pasó a situarse en el 10 %, impulsada especialmente por la caída de la riqueza neta en el período, que se vio parcialmente compensada por el impacto del dinamismo demográfico¹³. Desde mediados de los años ochenta hasta 2005, año en que se alcanza el mínimo de la tasa de ahorro, el aumento de la riqueza de las familias y el descenso del tipo de interés favorecieron una marcada tendencia descendente de esta variable, hasta situarse en el 0,8 %. Desde entonces, se ha producido una recuperación del ahorro de los hogares, que se vio reforzada especialmente durante la crisis como resultado de la caída de la riqueza y del aumento del desempleo.

Previsión de la tasa de ahorro bajo escenarios de ajuste alternativos

A continuación se presenta un sencillo ejercicio de previsión de la tasa de ahorro en un horizonte de medio plazo —hasta 2015—, sobre la base de las proyecciones de las variables macroeconómicas del modelo estructural y considerando diversos escenarios:

En el escenario central¹⁴, la renta personal real experimenta un aumento moderado (del 1 % interanual), similar al registrado en 2010, compatible con el elevado nivel de desempleo a lo largo del horizonte de previsión (la tasa de paro se reduce paulatinamente hasta situarse en el 5,9 % de la población activa en 2015). La riqueza neta retorna a niveles moderados (475 % de la RBD), por la debilidad del mercado inmobiliario residencial y a pesar de la evolución favorable de los mercados financieros. La inflación se incrementa hasta el 2,4 % interanual en 2015 y las previsiones de déficit fiscal muestran una reducción progresiva, hasta alcanzar el 3,2 % del PIB al final del horizonte de previsión. Finalmente, los tipos de interés se elevan gradualmente hasta alcanzar el 5,25 % en 2015. Tomando como base el modelo estructural estimado para el período 1960-2010 y considerando los supuestos del escenario central, la tasa de ahorro en 2011 sería del 5,4 % de la RBD, un nivel próximo al promedio observado en

13. Los comentarios hacen referencia a la contribución neta de la variable en el período. 14. El escenario central se ha construido a través de diversas fuentes. Para la inflación y la tasa de paro se toman las previsiones de la Congressional Budget Office; las previsiones de déficit fiscal proceden de la Office of Management and Budget. Para la renta personal real y la riqueza neta se emplean estimaciones propias. Finalmente, para los tipos de interés se toman como referencia los futuros de los fondos federales, corregidos por la inflación esperada.

2010 (5,8 % de la RBD); posteriormente, se reduciría gradualmente hasta situarse en el 4 % de la RBD en 2015 (véase panel derecho del gráfico 4).

Para obtener una idea del rango en el que podría situarse la tasa de ahorro si los supuestos se desviaran de los considerados en el escenario central se contemplan dos escenarios alternativos. El primero, extremadamente adverso, proporciona una cota máxima para la tasa de ahorro. En él, la recuperación económica se trunca en el corto-medio plazo; el exceso de capacidad productiva, cada vez mayor, y el débil aumento de los salarios a lo largo del horizonte de previsión (0,5 % interanual) llevan a un descenso de la inflación que culmina con nuevas caídas de los precios en 2015 (-1,2 % interanual); en este contexto, la política monetaria mantiene un tono acomodaticio, dejando el tipo de interés objetivo en el nivel actual (0 % a 0,25 %), para contrarrestar no solo la caída de precios, sino el continuado deterioro de la tasa de paro, que se aproxima al 12 % de la población activa al final del horizonte de previsión. Por su parte, el déficit fiscal aumenta paulatinamente hasta situarse en 15 % del PIB en 2015, mientras que la riqueza neta cae por debajo de su mínimo histórico (380 % de la RBD), como consecuencia de nuevos descensos en los precios de la vivienda y de los activos financieros. En este escenario, la tasa de ahorro aumenta hasta el 7,5 % de la RBD al final del horizonte de previsión, el nivel observado a comienzos de la década de los noventa.

Un segundo escenario alternativo, de excesivo dinamismo, contempla una progresiva recuperación del crecimiento y proporciona una cota inferior para la tasa de ahorro. En este escenario, la inflación se recupera hasta sobrepasar holgadamente el objetivo de la Reserva Federal, alcanzando el 3,5 % en 2015. La política monetaria reacciona de forma contundente, llevando el tipo de interés real hasta el 5 %. La tasa de paro se reduce hasta el 4 % de la población activa al final del horizonte de previsión, al tiempo que la renta disponible real crece a un ritmo del 2 % interanual. Se inicia un proceso de consolidación fiscal, que sitúa el superávit en el 1 % del PIB en 2015. Asimismo, el asentamiento de la recuperación del mercado de la vivienda y la evolución positiva de los precios de los activos financieros incrementan la riqueza por encima del 550 % de la renta disponible. Como resultado, al final del horizonte de previsión la tasa de ahorro desciende hasta el 2 % de la RBD.

Estos resultados deben tomarse con cautela, en la medida en que están basados en un modelo estimado con información para el período de 1960-2010 y las profundas transformaciones que ha experimentado esta economía, en especial durante la última década, han alterado previsiblemente la relación entre la tasa de ahorro y sus factores determinantes. Teniendo esto en cuenta, los resultados del ejercicio apuntan a que en 2011 la tasa de ahorro se mantendrá en niveles similares a los observados en 2010, aunque posteriormente se irá reduciendo de manera gradual. Con todo, los ejercicios alternativos invitan a pensar que, si se produjera una recaída severa en la economía, la tasa de ahorro podría elevarse hasta niveles no observados desde la primera mitad de la década de los noventa. En cambio, una recuperación más sólida podría frenar el repunte de la tasa de ahorro, aunque se mantendría por encima del mínimo histórico registrado en 2005.

Es destacable que solo en el escenario más pesimista la tasa de ahorro sigue aumentando hasta acercarse a niveles próximos a la media histórica. Sin embargo, hay razones para pensar que en esta ocasión, en el medio plazo, el aumento de la tasa de ahorro puede ser más intenso y duradero que en recesiones previas¹⁵. En este sentido, es probable que algunos de los factores que hicieron disminuir la tasa de ahorro en las últimas décadas —y que son difíciles de recoger en el ejercicio empírico— operen en la dirección contraria en los próximos

15. Véanse, por ejemplo, Feddersen (2009) o Lee et ál. (2010).

años: así, cabe anticipar una recuperación lenta de la riqueza; además, la necesidad de recomponer los balances de los hogares debería reflejarse en una mayor tasa de ahorro y en un menor endeudamiento, teniendo en cuenta que la facilidad para endeudarse será menor en el nuevo entorno financiero posterior a la crisis. A estos factores se sumarán, previsiblemente, las presiones fiscales derivadas de unos déficits públicos elevados, en el corto plazo, y del envejecimiento de la población, en el medio y largo plazo.

Conclusiones

La evolución de la tasa de ahorro de los hogares en Estados Unidos tiene importantes implicaciones para el comportamiento del consumo privado y de la recuperación económica en dicha economía, así como también para su saldo exterior, los desequilibrios globales y el perfil de crecimiento de la economía mundial. El análisis realizado revela que el comportamiento del ahorro de los hogares en Estados Unidos queda bien explicado por la evolución de sus determinantes tradicionales —la renta, la riqueza, el envejecimiento de la población, los tipos de interés, la tasa de desempleo o el déficit público—, si bien las contribuciones relativas han ido variando, en signo e intensidad, a lo largo del tiempo. En particular, la marcada tendencia decreciente mostrada por la tasa de ahorro en el período de 1980-2005, cuando pasó del 12 % de la renta bruta disponible hasta el 0,8 %, se explica en gran medida por el aumento de la riqueza neta, favorecida por un mayor endeudamiento de los hogares, y por la reducción del desempleo, los tipos de interés y la inflación. A partir de 2007 la tasa de ahorro ha aumentado, hasta alcanzar el 6,2 % a finales de 2010, debido al fuerte descenso de la riqueza, el incremento del desempleo, el acceso más restringido al crédito y el deterioro del déficit público.

En la tendencia a la baja de la tasa de ahorro desde la mitad de los años noventa desempeñó un papel fundamental el intenso proceso de innovación financiera, fenómeno difícil de sintetizar en una variable cuantitativa, aunque en el ejercicio empírico queda recogido indirectamente en otras variables, como el endeudamiento o los precios de activos financieros. Este proceso se intensificó en los años previos a la crisis, extendiéndose en direcciones que comprometieron gravemente la estabilidad financiera, como la titulización de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) a través de instrumentos de creciente sofisticación, que enmascaraban el riesgo y lo dispersaban a través de un sistema financiero cada vez más interconectado y complejo. Esta deriva estuvo en el origen de la crisis financiera que también ha provocado el reajuste de la tasa de ahorro.

En este contexto, existe una notable incertidumbre sobre si el aumento registrado por la tasa de ahorro durante los últimos años será duradero o revertirá, como ha sucedido en otras fases de recuperación previas. Los resultados de los distintos ejercicios de simulación apuntan a un mantenimiento de la tasa de ahorro durante los próximos trimestres en un nivel similar al observado en 2010, lo que contribuiría a establecer una senda de crecimiento más lenta, pero también más robusta, al favorecer un balance más saneado de los hogares, un mayor ahorro nacional y una menor presión sobre los desequilibrios globales. Una recuperación más intensa de lo esperado podría resultar en una nueva reducción de la tasa de ahorro, mientras que una eventual paralización —o incluso reversión— de la fase expansiva la elevaría hasta niveles próximos a los de principios de los años noventa.

En todo caso, hay elementos que apuntan a que en esta ocasión el aumento de la tasa de ahorro será más duradero que en ocasiones precedentes. Algunos de ellos enlazan con el análisis de factores fundamentales, como la necesidad de recomponer los balances de los hogares ante un excesivo endeudamiento previo y una menor riqueza; otros elementos, como las presiones fiscales en el corto y medio plazo o la prolongación de la incertidumbre en el entorno económico y financiero, contribuirán previsiblemente a moderar el consumo de los hogares y a sostener la tasa de ahorro. Finalmente, un factor de incertidumbre importante reside en la medida en que la innovación financiera adopte un carácter más sostenible, aleján-

dose de las pautas previas a la crisis y en línea con los objetivos pretendidos por la reforma de la regulación financiera de limitar los incentivos para el endeudamiento excesivo y favorecer tasas de ahorro más elevadas.

18.4.2011.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDO, A., y F. MODIGLIANI (1963). «The "Life-Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests», *American Economic Review*, vol. 53 (1), pp. 55-84.
- BARRO, R. J. (1974). «Are Government Bonds Net Wealth?», *Journal of Political Economy*, vol. 82 (6), pp. 1095-1117.
- BAYOUMI, T. (1993). «Financial Deregulation and Household Saving», *The Economic Journal*, vol. 103 (421), pp. 1432-1443.
- BAYOUMI, T., y H. EDISON (2003). «Is Wealth Increasingly Driving Consumption», *De Nederlandsche Bank Staff Reports*, vol. 101.
- BERUBE, G., y D. COTE (2000). *Long-Term Determinants of the Personal Savings Rate: Literature Review and Some Empirical Results for Canada*, Bank of Canada Working Paper n.º 2000-3.
- CALLEN, T., y C. THIMANN (1997). *Empirical Determinants of Household Saving*, International Monetary Fund Working Paper n.º 97/181.
- CAMPBELL, J. Y., y N. G. MANKIW (1989). «Consumption, Income and Interest Rates: Reinterpreting the time series evidence», en O. Blanchard y S. Fischer (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge, pp. 185-216.
- CARROLL, C. (1997). «Buffer-Stock Saving and the Life Cycle/Permanent Income Hypothesis», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112 (1), MIT Press, pp. 1-55.
- CARROLL, C., y D. WEIL (1994). «Saving and Growth: a Reinterpretation», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 40 (1), pp. 133-192.
- CASE, K. E., J. M. QUIGLEY y R. J. SHILLER (2001). *Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market*, National Bureau of Economic Research Working Paper n.º 8606.
- FEDDERSEN, H. (2009). «US Household Saving: How Far Will It Rise?», *European Commission ECFIN Country Focus*, vol. 6 (9).
- FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO (2002). *What's Behind the Low U.S. Personal Saving Rate?*, FRBSF Economic Letter.
- FERNÁNDEZ, C., y N. JIMÉNEZ (2010). «La renta disponible de los hogares en la UEM» *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010). «Prospects for the US Household Saving Rate», Informe Anual *United States – Staff Report for the Article IV Consultation*.
- FRIEDMAN, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press.
- GLICK, R., y K. J. LANSING (2011). *Consumers and the Economy, Part I: Household Credit and Personal Saving*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter n.º 2011-01.
- LEE, J., P. RABANAL y D. SANDRI (2010). *US Consumption after the 2008 Crisis*, IMF Staff Position Note n.º 10/01.
- LETTAU, M., y S. LUDVIGSON (2001). «Consumption, Aggregate Wealth and Expected Stock Returns», *Journal of Finance*, vol. 56 (3), pp. 815-849.
- (2004). «Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Reevaluating the Wealth Effect on Consumption», *American Economic Review*, vol. 94, n.º 1, pp. 276-299.
- LI, H., J. ZHANG y J. ZHANG (2007). «Effects of Longevity and Dependency Rates on Saving and Growth: Evidence from a Panel of Cross Countries», *Journal of Development Economics*, vol. 84, pp. 138-154.
- LOAYZA, N., K. SCHMIDT-HEBBEL y L. SERVEN (2000). *What Drives Private Saving around the World?*, The World Bank Policy Research Working Paper Series n.º 2309.
- LUDWIG, A., y T. SŁOK (2002). *The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries*, International Monetary Fund Working Paper n.º 02/1.
- MASSON, P. R., T. BAYOUMI y H. SAMIEI (1995). *International Evidence on the Determinants of Private Saving*, International Monetary Fund Working Paper n.º 95/51.
- MODIGLIANI, F., y R. BRUMBERG (1954). «Utility Analysis and the Consumption Function: an Interpretation of Cross-Section Data», en K. K. Kurihara (ed.), *Post-Keynesian Economics*, The Trustees of Rutgers College in New Jersey.
- MODY, A., y F. OHNSORGE (2010). *After the Crisis: Lower Consumption Growth but Narrower Global Imbalances?*, International Monetary Fund Working Paper n.º 10/11.
- OCDE (2010). «The Outlook for the US Saving Ratio», en el informe anual *OECD Economic Survey United States*, 2010, pp. 59-63.
- SASTRE, T., y J. L. FERNÁNDEZ-SÁNCHEZ (2005). *Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas*, Documentos de Trabajo, n.º 0529, Banco de España.

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA. PRIMER SEMESTRE DE 2011

Introducción

América Latina registró un crecimiento agregado del 6,3 % en el año 2010¹, la tasa más elevada de la década, superando prácticamente en 2 puntos porcentuales (pp) el promedio del quinquenio expansivo previo a la crisis. Como en esa fase de expansión, el crecimiento en la región se basó en el vigor de la demanda interna, que vino impulsado nuevamente por los mismos factores externos, al menos parcialmente correlacionados. Por un lado, el ciclo alcista de precios de las materias primas, que beneficia a las economías de América del Sur, especializadas en la exportación de estos productos, a través del aumento de su relación real de intercambio. Esta especialización explica buena parte de la divergencia observada entre la recuperación más lenta de México, integrado comercial y financieramente con Estados Unidos, y el dinamismo mostrado por Argentina, Perú, Brasil y Chile (véase gráfico 1), con una mayor orientación comercial hacia Asia y una mayor especialización —en diferentes grados— en el comercio de materias primas. El segundo factor dinamizador ha sido la amplia afluencia de financiación internacional hacia la región, que se ha reflejado en unas condiciones de acceso a los mercados muy favorables tanto para el sector público como para el privado, y que ha contribuido a impulsar la recuperación del crédito. En este sentido, cabe resaltar que las condiciones de financiación apenas se han visto afectadas en los seis últimos meses, más allá de un cierto aumento de las primas por riesgo y de la reversión parcial —y transitoria— de algunos flujos de capitales, por los episodios de tensión asociados a la crisis europea, la inestabilidad sociopolítica en el Norte de África y Oriente Medio y el terremoto en Japón. Ello pone de manifiesto un importante fondo de resistencia.

Al impulso de dichos factores externos hay que sumarle, además, el efecto de una combinación de políticas económicas que, aunque ha empezado a girar hacia la retirada de los estímulos impartidos durante la crisis, no ha sido decididamente restrictiva en ningún país. Esto se ha traducido en una evolución macroeconómica muy expansiva en 2010 y los primeros meses de 2011.

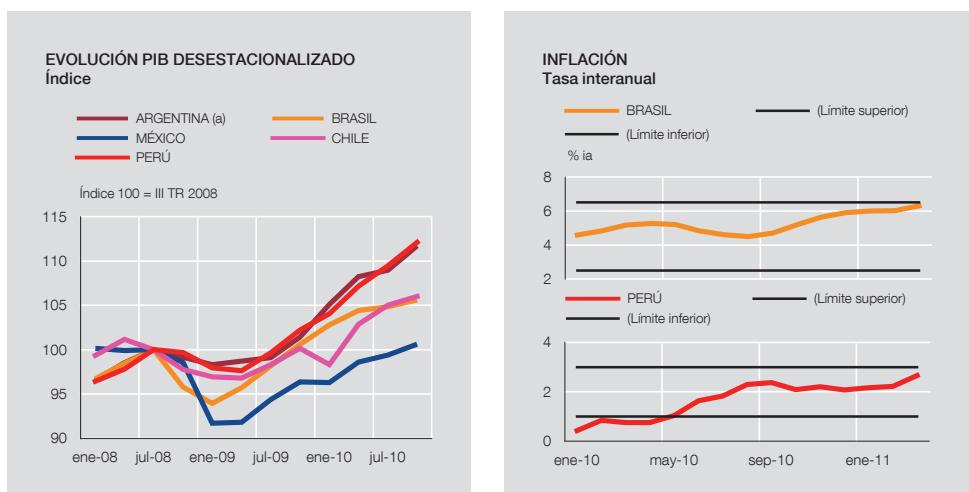
Así, con el trasfondo de unas economías creciendo fuertemente y de una renovada tendencia al alza en el precio de las materias primas desde finales de 2010, la inflación ha pasado a ocupar una posición predominante entre las preocupaciones de política económica de las autoridades latinoamericanas en varios de los países que mantienen objetivos de inflación. La tasa de inflación promedio de la región se ha elevado hasta cotas superiores al 6,5 % a comienzos de 2011, prácticamente 1 pp por encima del registro de finales de 2009, acercándose en algunos países a la parte superior de las bandas objetivo (véase gráfico 1) y habiéndose filtrado parte de este repunte hacia expectativas. Así, aunque la subida de los precios ha venido impulsada sobre todo por el encarecimiento de los alimentos, en varias economías se perciben indicios de presiones de demanda, una vez que se han cerrado las brechas de producto que se abrieron durante la crisis.

La política monetaria ha seguido enfrentándose al dilema entre contener las presiones inflacionistas antes de que terminen desanclando las expectativas y evitar que el endurecimiento monetario impulse adicionalmente la entrada de capitales y la apreciación de los tipos de cambio. En esta disyuntiva, la reversión de los flujos de capital más volátiles que tuvo lugar entre enero y marzo de 2011, asociada a la recomposición de carteras que desencadenó la

1. Esta tasa se refiere a la media de crecimiento de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, países en cuyos datos se basa este informe.

EVOLUCIÓN DEL PIB DESESTACIONALIZADO E INFLACIÓN
Índice y variación interanual

GRÁFICO 1



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Los analistas privados consideran que el crecimiento del PIB en Argentina ha sido considerablemente menor en 2008 y 2009 que las cifras oficiales. Esta discrepancia se habría acortado en 2010.

mejora de perspectivas de la economía americana, mitigó, al menos temporalmente, el dilema, y otorgó un mayor margen a las autoridades para endurecer las políticas monetarias. Cuatro de los cinco bancos centrales de la región que mantienen objetivos de inflación elevaron sus tipos de interés oficiales en ese momento, tras la pausa o ralentización en el ciclo de subidas que se produjo en los últimos meses de 2010.

En este contexto, la evolución económica reciente plantea algunos elementos de incertidumbre. En particular, es llamativa la notable divergencia entre el estancamiento de la producción industrial observado en varios países desde el segundo trimestre y la pujanza de los indicadores de consumo. En un contexto de fuerte subida del precio de las materias primas como el actual, y de apreciación generalizada de los tipos de cambio (el real brasileño y el peso chileno se encuentran entre las divisas que más se han apreciado desde 2009, que, en general, son monedas de países exportadores de materias primas), cabe plantearse si la actual tendencia hacia un crecimiento más moderado responde a una transición hacia tasas más sostenibles o si, en cambio, puede estar reflejando síntomas de pérdida de competitividad o «enfermedad holandesa».

Pese a estos interrogantes, las perspectivas de corto plazo para América Latina se mantienen favorables. En 2011, el crecimiento podría moderarse hacia tasas más compatibles con el crecimiento potencial, acusando el cierre de la brecha de producción y el progresivo endurecimiento de las políticas. Como riesgos principales a corto plazo cabe señalar la elevación del precio del petróleo, la todavía frágil situación europea y la posibilidad de sobrecalentamiento de algunas economías de la región. Este último riesgo sería más agudo si las políticas económicas no reaccionan con suficiente prontitud, dando lugar a un desanclaje de las expectativas de inflación, o a una mayor fragilidad de las cuentas externas. El reciente aumento del precio del petróleo tendrá un impacto dispar en la región, siendo Chile el país potencialmente más perjudicado en términos de crecimiento e inflación, por su mayor dependencia energética; por el contrario, Venezuela es el más beneficiado, por ser sus exportaciones casi exclusivamente de petróleo. En términos de exposición comercial, las exportaciones de América Latina al Norte de África y Oriente Medio representan una fracción muy reducida de sus exportaciones

totales, así como también las exportaciones a Japón (en torno al 5 % de las exportaciones totales). Las exportaciones al área del euro son importantes (superiores al 12 % en el agregado, aunque con una amplia dispersión por países), pero no a los países más afectados por la crisis (en torno al 3 % de las exportaciones totales). Por ello, no cabría esperar un impacto directo significativo a través del canal comercial, así como tampoco lo ha habido en los últimos meses a través del canal financiero.

Por otra parte, la consolidación de la recuperación económica global, y en particular de Estados Unidos, podría moderar las entradas de capitales en América Latina, contribuyendo de este modo a facilitar la gestión de la política monetaria, conforme a lo apuntado más arriba. No obstante, dicha evolución podría introducir un cierto riesgo de reversión de los flujos de capital, aunque, dados los fundamentos de la región, esto no parece muy probable. A medio plazo, los principales riesgos se derivan, por un lado, de la posibilidad de un ajuste desordenado de los tipos de interés en Estados Unidos (por la eventual desaparición de los estímulos monetarios o por el deterioro de la situación fiscal en dicho país), que, en caso de alcanzar una cierta intensidad, podría propiciar una reversión significativa de los flujos de capital; y, por otro, de una intensa desaceleración del crecimiento en Asia, dada la dependencia desarrollada por la región respecto a esta área. Estos riesgos refuerzan la necesidad de aprovechar la actual fase expansiva del ciclo en América Latina para reconstruir los márgenes de política consumidos durante la crisis y reforzar la capacidad de absorción de las entradas de capital, en la medida en que sean permanentes.

Evolución económica y financiera: entorno exterior

Tras una moderada desaceleración a mediados de 2010, la actividad económica global experimentó un cierto repunte en el cuarto trimestre del pasado ejercicio. La introducción de nuevas medidas expansivas, tanto monetarias como fiscales, en Estados Unidos contribuyó a dotar de mayor solidez a la recuperación global, a pesar de la reaparición de las tensiones soberanas en el área del euro, en esta ocasión ligadas a la fragilidad del sistema bancario irlandés. Así, con el trasfondo de un prolongado dinamismo de los países emergentes, la economía estadounidense se aceleró ligeramente en el último trimestre del año. No obstante, algunas economías europeas del área del euro —y, sobre todo, el Reino Unido— siguieron mostrando síntomas de debilidad. Los indicadores más recientes para las economías desarrolladas apuntan a una continuidad en la recuperación, a pesar de la persistencia de la crisis soberana en la UEM, las tensiones geopolíticas en los países árabes —que están acentuando la tendencia alcista en el precio del crudo—, y el terremoto de Japón y sus graves consecuencias. En Estados Unidos, las cifras de creación de empleo y de producción industrial parecen avalar un patrón de mayor firmeza, aunque la delicada situación fiscal sigue siendo una fuente importante de incertidumbre.

Las economías emergentes siguieron mostrando un elevado dinamismo, especialmente en Asia emergente, que registró un crecimiento interanual del 8,5 % en el último trimestre. De este modo, estas economías continuaron aportando una parte sustancial del crecimiento global (véase gráfico 2). En algunas de ellas se aprecian señales de recalentamiento, en un contexto en el que los precios de las materias primas han prolongado la tendencia alcista iniciada a mediados de 2010. Las alzas han sido especialmente acusadas en el caso del crudo, como resultado de la situación de inestabilidad en algunos de los principales productores, que ha venido a reforzar las presiones procedentes de la pujanza de la demanda, de forma que el precio del barril tipo Brent ha superado los 120 dólares a comienzos de abril, frente a los 80 dólares de finales de septiembre.

En este contexto, los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento diferenciado por regiones durante el último trimestre de 2010, dentro de una tendencia global

a la normalización. En Estados Unidos se apreciaron ganancias bursátiles y descensos en las primas de riesgo de los valores de renta fija, en un contexto de mejora de las perspectivas económicas. Por el contrario, en el área del euro se produjo un nuevo episodio de tensiones en los mercados de deuda soberana a raíz de la crisis irlandesa, que se reflejó en una elevación de los diferenciales de los títulos públicos en los países más alejados de núcleo de la UEM. En los primeros meses de 2011, la evolución de los mercados financieros internacionales ha venido condicionada de forma creciente por las tensiones en los países árabes y, de manera más acusada, por el terremoto de Japón y sus graves consecuencias. No obstante, a pesar de estos acontecimientos, que han producido algunos repuntes importantes en la volatilidad, se ha apreciado una tendencia moderadamente positiva en los mercados, apoyada en las buenas perspectivas de crecimiento.

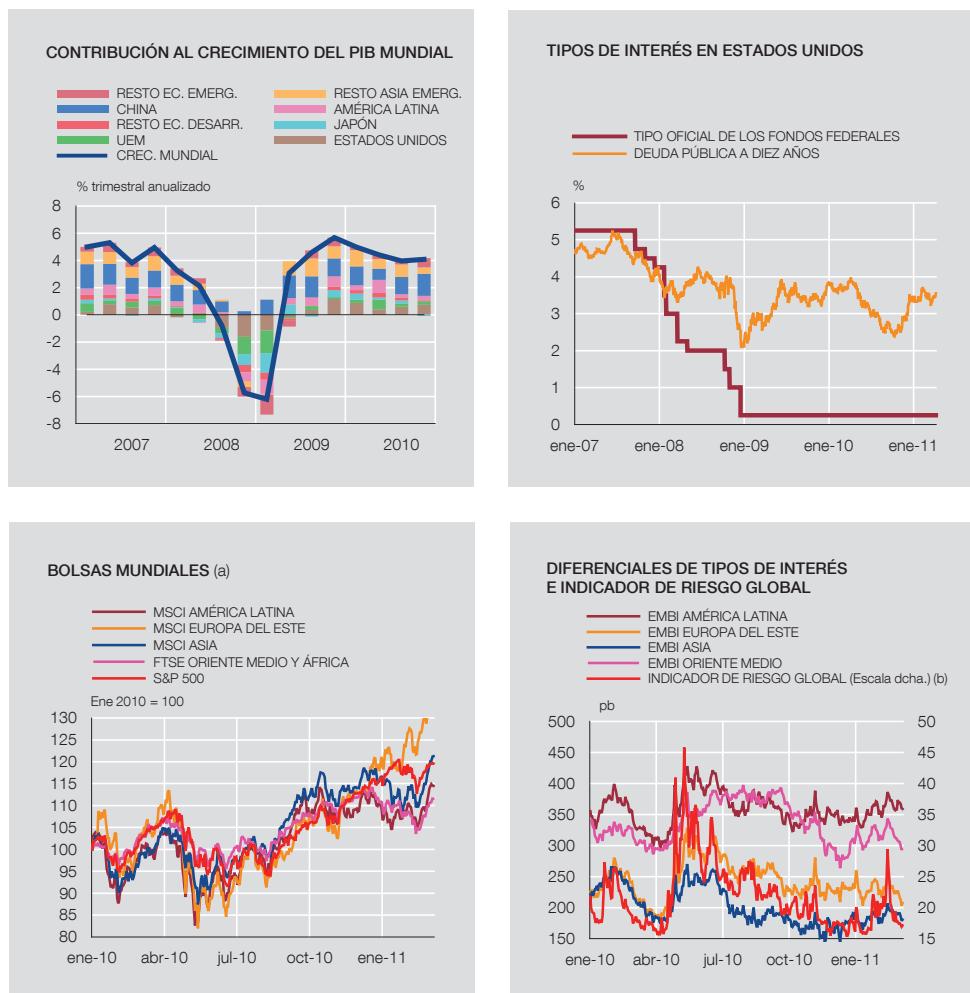
En el ámbito de la política monetaria, los tipos de interés oficiales se mantuvieron cercanos a cero en las economías avanzadas. Además, tras los signos de debilitamiento de la actividad que se produjeron a mediados de 2010, las autoridades de Japón y, especialmente, de Estados Unidos ampliaron los estímulos cuantitativos en la parte final del año. Posteriormente, en un contexto de consolidación de la recuperación y con expectativas de aumento de la inflación, los mercados han comenzado a descontar subidas de tipos oficiales más tempranas, especialmente en el Reino Unido y en la UEM. De hecho, el BCE elevó su tipo de intervención en 25 puntos básicos (pb), hasta el 1,25 %, el pasado 7 de abril; en el caso del Banco de Inglaterra, los mercados esperan que el ciclo alcista comience durante la primavera. En este sentido, la cada vez más cercana retirada de los estímulos extraordinarios en las economías avanzadas supone un cierto riesgo para la consolidación de la recuperación, que en algunos de estos países es aún frágil. Por otra parte, la mejora de las perspectivas de crecimiento en la parte final de 2010 propició una elevación de la rentabilidad de la deuda a largo plazo en Estados Unidos, que se elevó unos 100 pb en el cuarto trimestre, hasta situarse próxima al 3,5 %, oscilando en torno a este nivel en la parte transcurrida de 2011 (véase gráfico 2). En los mercados cambiarios, la fuerte depreciación experimentada por el dólar desde marzo de 2010 revirtió en el tramo final del año. También fue destacable la presión a la apreciación experimentada por el yen tras el terremoto, llegando a propiciar una intervención coordinada del G 7 para frenar ese movimiento, que fue exitosa. Los mercados emergentes mostraron un comportamiento favorable en el período, en línea con la percepción de fortaleza de estas economías (véase gráfico 2).

Mercados financieros y financiación exterior

En los últimos seis meses, los mercados financieros en América Latina atravesaron dos fases claramente diferenciadas. En la primera, que se prolongó hasta finales de 2010, siguieron dominando los efectos indirectos de la relajación monetaria en Estados Unidos y las perspectivas de crecimiento favorables en las economías emergentes, que se tradujeron en subidas relativamente generalizadas de las bolsas y una estabilización de los diferenciales soberanos cerca de los mínimos históricos, solo interrumpida por algún aumento temporal de la volatilidad derivado de acontecimientos externos (como la crisis irlandesa en noviembre). Los tipos de cambio, por su parte, tendieron a estabilizarse tras la apreciación registrada en meses previos, lo que en algunos países pudo estar asociado a la imposición de controles de capital o al aumento de las intervenciones de compra de reservas. Cabe destacar que en el año 2010 se alcanzaron los volúmenes de entradas de capitales que se habían registrado antes de la crisis y, en algún segmento específico, se rebasaron ampliamente (inversión de cartera, 95 mm de dólares en términos anualizados; véase gráfico 3). La inversión extranjera directa, que había tendido a ir por detrás de los flujos de cartera durante los primeros trimestres de la recuperación, se recuperó con fuerza en el segundo semestre de 2010, alcanzando los 100 mm de dólares, en términos anualizados. Además, se produjo un importante número de emisiones soberanas y corporativas en los mercados internacionales, realizadas mayoritariamente por

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

GRÁFICO 2



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Índices en dólares.
b. VIX.

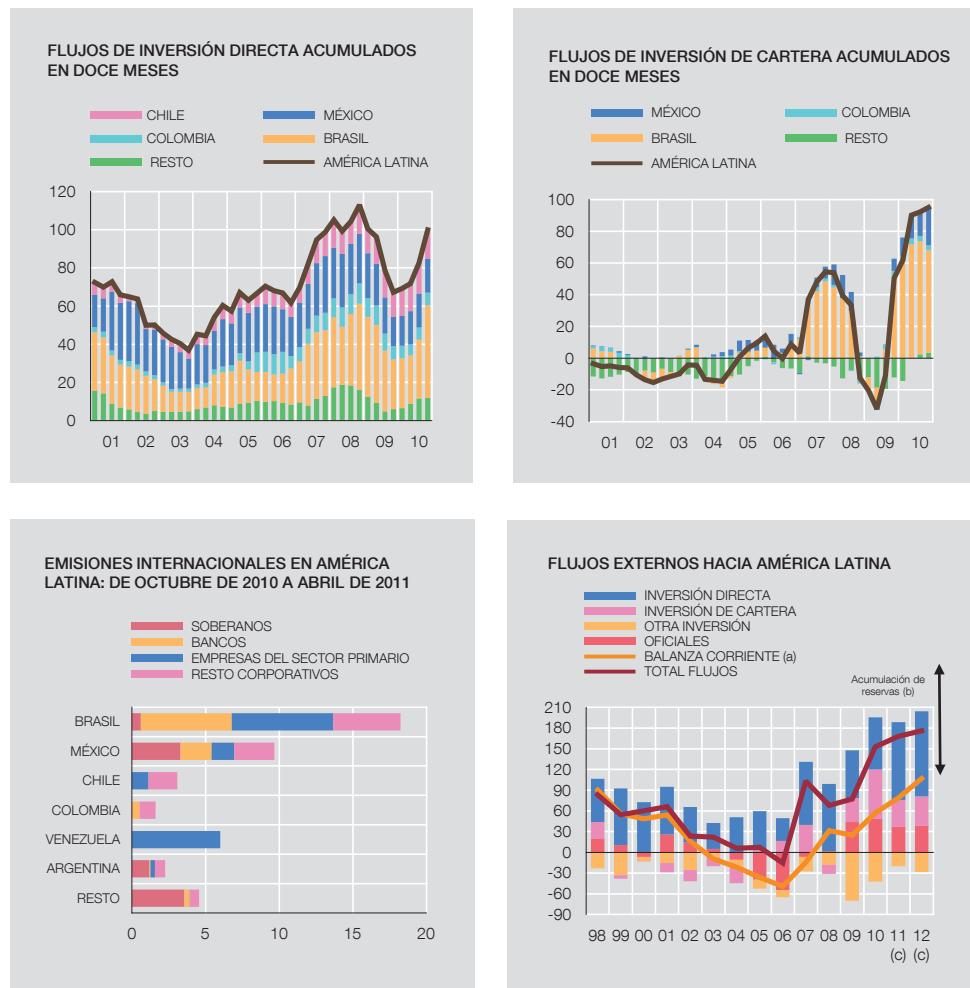
empresas del sector primario, en especial en Brasil y Venezuela, seguidas por los bancos, sobre todo en Brasil y Colombia. Los flujos brutos de capital hacia la región alcanzaron un máximo histórico (más de 250 mm), aumentando significativamente su participación en términos relativos sobre el total de flujos a economías emergentes, tendencia que se espera que se mantenga en los próximos años, a tenor de las últimas proyecciones del FMI².

A esta primera fase le sucedió, entre enero y marzo, un período de mayor volatilidad en los mercados financieros latinoamericanos, en un contexto de aparente recomposición de las carteras internacionales hacia los mercados desarrollados, en particular Estados Unidos, dada la constatación de una mejora en las perspectivas de crecimiento. Los repuntes de volatilidad derivados de los acontecimientos en Oriente Medio y el terremoto en Japón incidieron moderadamente en los mercados latinoamericanos, viéndose principalmente afectados los mercados con mayor riesgo (Argentina y Venezuela), y aquellos en los que la exposición

2. Los flujos de capital brutos hacia América Latina se han situado en 2010 en el 27 % de los flujos a economías emergentes, por detrás de Asia (45 %) y por delante de Europa del Este (9%). Dicho porcentaje supone un aumento de 10 pp respecto a los niveles medios de la década en América Latina.

FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS Y FINANCIACIÓN
Miles de millones de dólares y porcentaje

GRÁFICO 3



FUENTES: JP Morgan, FMI y estadísticas nacionales.

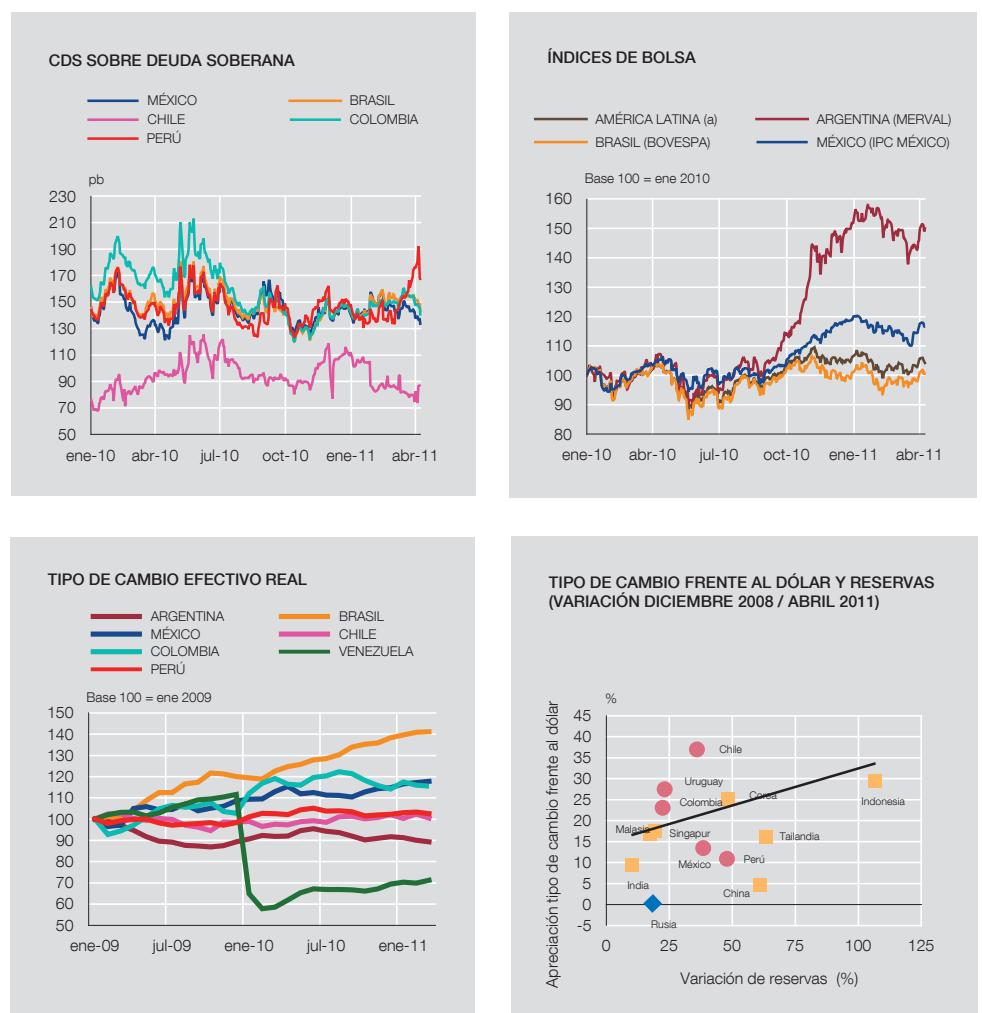
- a. Un signo positivo indica un déficit por cuenta corriente.
b. Diferencia entre los flujos de inversión y el saldo (-) en cuenta corriente.
c. Previsiones WEO (abril de 2011) para 2011-2012.

de los inversores japoneses era mayor (Brasil y México, que registraron fuertes depreciaciones de sus divisas en la semana posterior al terremoto). En este contexto, se produjo un descenso de los índices bursátiles y un aumento del diferencial soberano. En los mercados de deuda en moneda local, las rentabilidades repuntaron además por la tendencia al alza de la inflación y la intensificación del ciclo de subida de tipos de interés oficiales en algunos países. Sin embargo, en abril, estas tendencias han comenzado a revertir de nuevo, y se observa una renovada presión hacia la apreciación de los tipos de cambio, reflejo de nuevas entradas de flujos de capital.

En el conjunto del período analizado, entre octubre de 2010 y abril de 2011, el diferencial soberano, medido por el EMBI regional, se movió en un rango relativamente estrecho, entre los 350 y los 290 pb, experimentando descensos en la mayoría de los países; estos fueron especialmente notables en Argentina (154 pb), Venezuela (156 pb) y Ecuador (276 pb), por la mejoría de la calificación soberana en el mes de febrero. Los CDS experimentaron una evolución similar (véase gráfico 4). En sentido opuesto, los mercados financieros peruanos presentaron una mayor volatilidad y una ampliación de las primas de riesgo a comienzos de abril en el contexto de las elecciones presidenciales. En cuanto a la evolución de las bolsas, el índice

SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO (CDS) SOBRE DEUDA SOBERANA, BOLSAS, TCER, TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR Y RESERVAS
Puntos básicos, índices y porcentaje

GRÁFICO 4

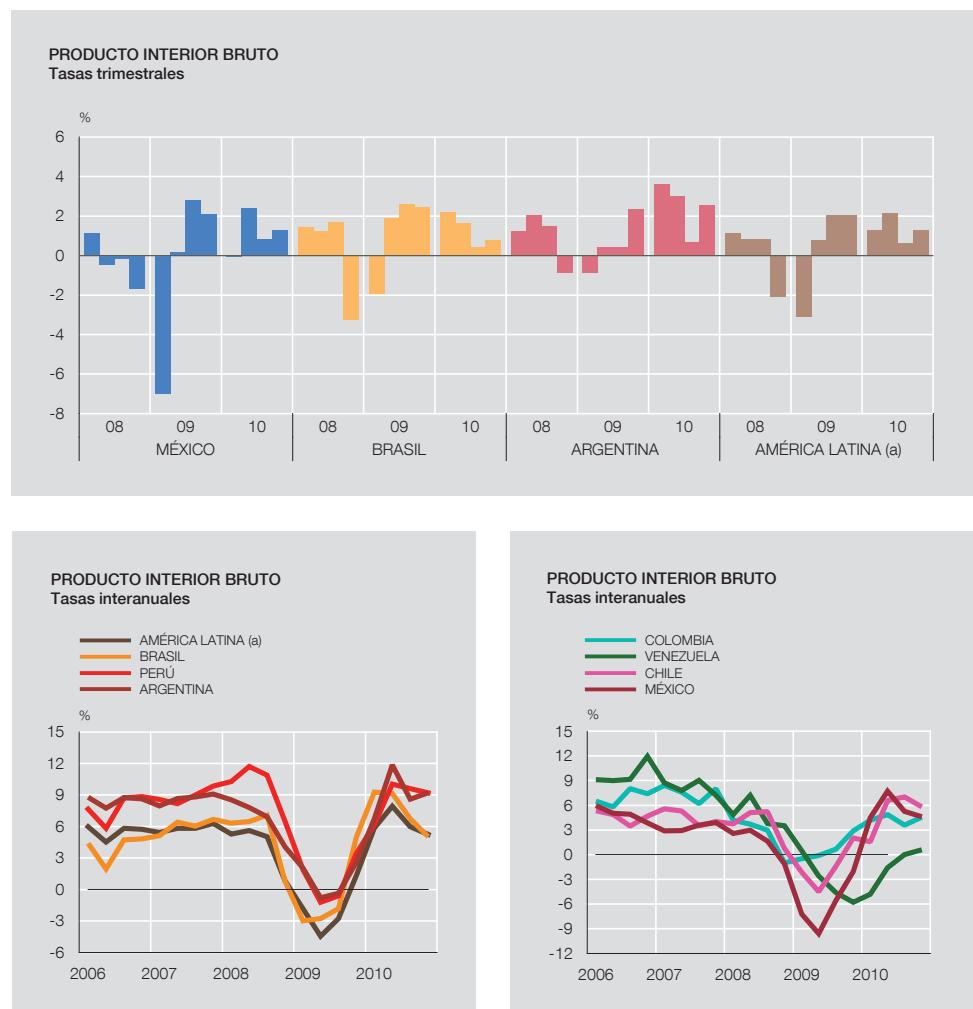


FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

regional MSCI de América Latina en moneda local saldó el período examinado prácticamente estable, frente a subidas moderadas en Asia Emergente, Oriente Medio y África, y más acusadas en la Europa emergente. Por países, entre octubre y abril se registraron caídas moderadas en los índices de Brasil, Chile y Colombia, y subidas acusadas en Perú (13,4%), México (11,2%) y Argentina (30%) (véase gráfico 4).

Las entradas de capitales en el período han seguido presionando al alza los tipos de cambio. En el conjunto de los últimos seis meses, se registraron apreciaciones frente al dólar cercanas al 6% en Brasil y México, principalmente hacia el final del período. También fue importante la apreciación del peso colombiano desde finales de año (un 12%). De este modo, las cotizaciones de estas divisas frente al dólar se sitúan en niveles parecidos a los que mantenían en el verano de 2008, y significativamente por encima de los mínimos alcanzados durante la crisis (en particular, un 17% en Perú, un 32% en México, un 43% en Colombia, un 45% en Chile y un 59% en Brasil). En términos efectivos reales, los tipos de cambio han continuado apreciándose igualmente, alcanzando, en el caso de Brasil, un máximo histórico (véase gráfico 4). Las fuertes entradas de capitales en el último tramo de 2010



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

propiciaron intervenciones en los mercados de cambios —tanto de forma reglada (Méjico, Colombia y Chile a partir del mes de enero) como discrecionalmente—, así como la introducción de diversas medidas de control de capitales, que no consiguieron evitar apreciaciones superiores, en la mayoría de los casos, a las registradas en otras economías emergentes (véase gráfico 4).

Actividad y demanda

El crecimiento anual del 6,3 % experimentado por la economía de América Latina en 2010 es el resultado de tasas de avance superiores al 7,5 % en Argentina, Perú y Brasil, y al 4 % en México, Chile y Colombia, que atestiguan la fortaleza generalizada de la recuperación en la región, si bien a distintas velocidades (véase cuadro 1 y la sección de la evolución económica por países). No obstante, así como en el primer semestre de 2010 la actividad sorprendió al alza, en el segundo el dinamismo resultó algo inferior a lo esperado. En particular, las tasas de crecimiento interanuales del PIB de la región se moderaron hasta el 6 % y 5,3 % en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente, en torno a un punto y medio por debajo de las correspondientes a la primera mitad del año, mientras que las tasas trimestrales fueron inferiores al 1 %, frente a un 1,7 % en promedio en el primer semestre (véase gráfico 5).

	2008	2009	2010	2009				2010				Marzo
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	
PIB (tasa interanual):												
América Latina (a)	4,3	-2,0	6,3	-2,9	-4,2	-2,6	1,7	5,9	7,9	6,0	5,3	
Argentina (b)	6,8	0,9	9,2	2,0	-0,8	-0,3	2,6	6,8	11,8	8,6	9,2	
Brasil	5,2	-0,6	7,5	-3,0	-2,8	-1,8	5,0	9,3	9,2	6,7	5,0	
México	1,5	-6,1	5,5	-7,2	-9,6	-5,5	-2,0	4,5	7,7	5,3	4,6	
Chile	3,7	-1,7	5,2	-2,1	-4,5	-1,4	2,1	1,7	6,4	6,9	5,8	
Colombia (c)	3,5	1,5	4,3	-0,4	-0,1	0,8	2,9	4,2	4,9	3,6	4,6	
Venezuela	4,8	-3,3	-1,4	0,5	-2,6	-4,6	-5,8	-4,8	-1,6	0,0	0,6	
Perú	9,8	0,9	8,8	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,2	10,0	9,6	9,2	
Uruguay	8,6	2,6	8,5	2,6	1,1	2,8	4,7	9,6	10,5	7,7	6,5	
IPC (tasa interanual):												
América Latina (a)	7,8	6,4	6,4	7,6	6,7	5,9	5,4	6,1	6,6	6,3	6,7	6,7
Argentina (b)	8,6	6,3	10,5	6,6	5,5	5,9	7,1	9,0	10,6	11,1	11,0	9,7
Brasil	5,7	4,9	5,0	5,8	5,2	4,4	4,2	4,9	5,1	4,6	5,6	6,3
México	5,1	5,3	4,2	6,2	6,0	5,1	4,0	4,8	4,0	3,7	4,2	3,0
Chile	8,7	0,4	1,4	4,8	1,8	-1,9	-3,0	-0,3	1,2	2,2	2,5	3,4
Colombia	7,0	4,2	2,3	6,6	4,8	3,2	2,4	2,0	2,1	2,3	2,7	3,2
Venezuela	31,4	28,6	29,0	29,5	28,2	28,7	28,1	27,4	31,9	29,8	27,3	28,7
Perú	5,8	2,9	1,5	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7	1,1	2,2	2,1	2,7
Uruguay	7,9	7,1	6,7	8,2	6,7	7,1	6,3	6,7	6,9	6,3	6,9	8,2
SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB):												
América Latina (a) (d)	-0,5	-2,9	-2,2	-1,5	-2,0	-3,1	-2,8	-2,7	-2,5	-2,1	-2,2	
Argentina	1,4	-0,6	0,2	1,1	0,0	-1,0	-0,6	-0,8	-0,3	0,2	0,2	
Brasil	-2,0	-3,3	-2,6	-2,8	-3,1	-4,2	-3,3	-3,4	-3,3	-2,3	-2,6	
México	-0,1	-2,3	-2,8	-1,4	-1,7	-2,3	-2,1	-1,8	-2,1	-2,4	-2,7	
Chile	5,0	-4,6	-0,3	1,3	-1,5	-3,9	-4,6	-3,9	-1,1	0,0	-0,3	
Colombia	-1,8	-3,8	-3,6	-2,7	-3,0	-3,2	-3,8	-3,4	-4,0	-3,6	-3,6	
Venezuela	-1,2	-5,1	-	-2,3	-2,8	-3,9	-5,1	-4,8	-3,8	-3,5	-	
Perú	2,2	-1,8	0,0	1,4	0,1	-0,7	-1,8	-1,3	-1,0	-0,3	0,0	
Uruguay	-1,5	-1,7	-1,1	-2,1	-2,2	-2,2	-1,7	-1,9	-1,1	-1,1	-1,1	
DEUDA PÚBLICA (% del PIB):												
América Latina (a)	30,7	34,7	33,7	31,4	33,1	34,5	34,2	34,1	33,1	33,4	32,9	
Argentina	44,7	47,9	44,6	48,8	43,9	46,4	45,8	47,9	40,5	43,3	41,3	
Brasil	38,5	42,8	40,4	39,3	41,5	43,3	42,8	41,9	40,9	40,3	40,4	
México	24,3	28,0	27,4	27,0	27,2	27,5	26,3	27,7	27,5	27,3	25,9	
Chile	5,2	6,2	9,2	5,0	4,9	5,8	6,1	6,9	7,5	8,7	9,2	
Colombia	33,2	34,7	34,8	36,8	35,2	33,6	35,1	34,3	35,1	34,7	34,8	
Venezuela	13,6	22,6	28,4	13,5	18,1	20,4	22,6	19,0	22,4	26,1	28,4	
Perú	24,2	27,3	23,9	24,8	26,1	27,2	27,3	25,5	24,2	23,7	23,9	
Uruguay	52,9	69,8	57,4	56,7	60,5	67,3	69,1	65,7	59,0	58,4	57,3	
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% del PIB):												
América Latina (a) (d)	-0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,7	
Argentina	2,0	3,6	1,0	2,3	3,2	3,5	3,4	3,0	2,1	1,4	0,9	
Brasil	-1,7	-1,5	-2,3	-1,5	-1,2	-1,2	-1,5	-1,8	-2,2	-2,4	-2,3	
México	-1,5	-0,7	-0,5	-1,9	-1,5	-1,4	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	
Chile	-1,9	1,6	1,9	-2,0	-1,4	0,7	2,6	2,4	1,8	1,6	1,9	
Colombia	-2,8	-2,2	-3,1	-3,3	-3,0	-2,7	-2,1	-2,1	-2,2	-2,8	-3,1	
Venezuela	12,0	2,6	6,1	7,6	2,9	-0,6	2,6	6,0	6,8	6,3	6,1	
Perú	-4,2	0,2	-1,5	-3,3	-2,4	-1,0	0,2	0,0	-0,2	-0,9	-1,5	
Uruguay	-4,7	0,7	-0,4	-3,8	-1,1	-0,2	0,5	0,5	0,7	0,8	-0,4	
DEUDA EXTERNA (% del PIB):												
América Latina (a)	17,5	20,6	20,7	18,7	19,6	20,8	19,8	19,7	19,2	20,3	20,5	
Argentina	38,3	37,9	34,9	43,6	37,9	39,2	36,3	36,9	32,4	34,7	32,3	
Brasil	12,0	12,4	12,2	12,2	13,3	14,0	12,2	11,9	12,0	12,3	12,2	
México	11,5	18,5	18,2	19,2	17,3	17,0	16,8	17,9	17,4	17,7	18,2	
Chile	38,0	45,9	42,3	40,0	42,1	45,3	45,0	42,8	42,8	43,2	42,2	
Colombia	19,1	22,7	22,6	19,9	19,7	21,9	22,9	18,8	19,4	21,6	22,6	
Venezuela	19,4	22,6	42,7	18,8	18,6	21,4	22,6	23,8	26,9	35,0	42,7	
Perú	27,3	28,1	26,1	27,7	28,2	28,6	28,1	27,3	25,4	26,6	26,1	
Uruguay	38,5	44,9	36,2	39,2	40,9	45,4	44,5	40,7	36,8	36,4	36,2	

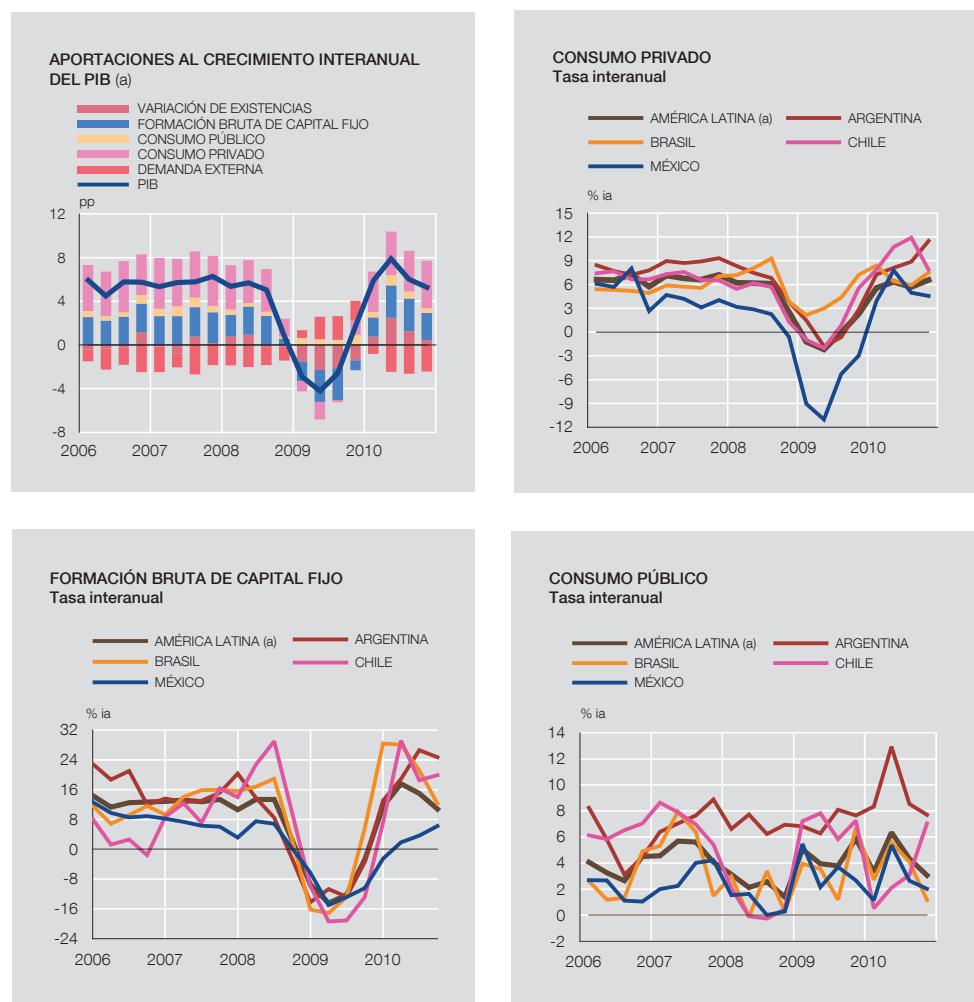
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de los ocho países representados, excepto Uruguay.
 b. Los analistas privados consideran que el crecimiento del PIB argentino en 2008 y 2009 fue considerablemente inferior a las cifras oficiales, si bien esta discrepancia se redujo en 2010. Asimismo, consideran que las cifras de inflación han sido notablemente más altas que las oficiales desde 2007 en adelante.

c. Serie ajustada de estacionalidad.
 d. Media móvil de cuatro trimestres.

CONSUMO PRIVADO, CONSUMO PÚBLICO E INVERSIÓN
Tasa interanual y puntos porcentuales

GRÁFICO 6



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

Esta moderación resultó especialmente notable en Brasil, como consecuencia de la marcada desaceleración de la inversión, y en menor medida en México, en este caso por un efecto base. De hecho, las tasas de crecimiento trimestrales en el tercer y cuarto trimestre en México fueron elevadas, y muy superiores a las de Brasil. En los demás países, la actividad se mantuvo firme, tendiendo incluso a repuntar en Argentina y Colombia en el último trimestre del año, en un contexto de fuerte avance de la demanda interna. Por su parte, Venezuela registró, por primera vez desde el inicio de la crisis, un crecimiento interanual positivo en el cuarto trimestre, lo que supone un retraso de casi dos años respecto al resto de la región y no evitó que el PIB registrara una caída en el conjunto de 2010.

El crecimiento siguió basándose en el dinamismo de la demanda interna, que aportó en el último trimestre 7,7 pp al crecimiento del PIB, mientras que la demanda externa mantuvo relativamente estable su aportación negativa al crecimiento (2,4 pp) (véase gráfico 6). El consumo privado mantuvo una notable fortaleza. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en la primera mitad de año, se constató cierta moderación en la formación bruta de capital y una menor aportación del ciclo de existencias.

Así, en el agregado de la región, la formación bruta de capital moderó su tasa de crecimiento hasta el 11,8 % interanual, desde el 16,5 % del segundo trimestre (véase gráfico 6), con una importante divergencia por países. Por un lado, en Argentina y México, la inversión se aceleró. En este último país, el ritmo de avance de la inversión aumentó especialmente en los sectores de construcción y agricultura, ya que en las manufacturas, que habían sido el motor de la recuperación en 2009, tendió a moderarse, lo que podría apuntar a un cierto relevo de los sectores más retardados en el ciclo y a una posible rotación del crecimiento hacia la demanda interna. Por otro lado, en Brasil se advirtió una fuerte desaceleración de la formación bruta de capital, desde tasas superiores al 28 % interanual en el primer semestre hasta tasas del 12 % a finales de año, en línea con el comportamiento reciente del sector industrial. Esta evolución fue particularmente marcada en el sector de bienes de equipo, que llegó a contraerse en el tercer trimestre. Dado que las condiciones de financiación y las perspectivas para la inversión han seguido siendo muy favorables, y que la inversión extranjera directa se ha recuperado hasta niveles cercanos a los máximos históricos, la desaceleración del sector industrial resulta difícil de explicar, en un contexto de pujanza generalizada de las condiciones de demanda. En estas circunstancias, es posible que el tipo de cambio —que en términos efectivos reales se ha situado en niveles muy elevados en países como Brasil o Colombia— haya contribuido a la moderación de la inversión (véase recuadro 1).

El consumo privado mantuvo en cambio tasas de crecimiento robustas en el agregado de la región, en torno al 6,5 % en el cuarto trimestre (véase gráfico 6), en línea con la favorable evolución del mercado de trabajo, que ha seguido mostrando un mejor comportamiento que en anteriores recuperaciones. Las tasas de paro han descendido hacia niveles parecidos o inferiores a los previos a la crisis en los principales países de América del Sur (véase gráfico 7). En Brasil, dicho indicador rebasó sucesivos mínimos históricos, situándose en el 5,3 % en diciembre; en Argentina se situó en el 7,3 %, y en Chile y Perú descendió rápidamente, aproximándose al mínimo anterior a la crisis. Por su parte, en México, aunque la situación del mercado laboral mejoró en los seis últimos meses, siguió siendo más frágil, lo que, junto con la lenta recuperación de las remesas por la debilidad del mercado de trabajo americano, tendió a lastrar la recuperación del consumo privado. En los países donde el mercado laboral mostró mayor firmeza, el crecimiento de los salarios se ajustó, por lo general, al de la inflación. En México, en cambio, los salarios disminuyeron moderadamente en términos nominales. En este contexto, los indicadores de confianza del consumidor se han mantenido en niveles muy elevados y el crédito al sector privado ha tendido a despegar (véase gráfico 7). En Brasil y Perú, el crédito ha vuelto a expandirse a tasas superiores al 20 % interanual en términos reales, lo que ha originado la introducción de medidas de tipo macroprudencial y restricciones en algunos segmentos, mientras que en México ha recuperado tasas de crecimiento positivas, tras dos años de contracción o estancamiento, y en el resto de los países parece estar creciendo a unas tasas acordes con la posición del ciclo.

Por el lado del sector exterior, cabe resaltar el elevado crecimiento de las importaciones (con tasas interanuales superiores al 23 %, en el conjunto de la región, en el cuarto trimestre de 2010), mientras que las exportaciones registraban ritmos de avance en torno al 11 %. A pesar de la elevada elasticidad de las importaciones al crecimiento, el aumento de los términos de intercambio (un 20 % en la región, en 2010) ha seguido permitiendo que la balanza comercial de la región mantuviese un superávit apreciable (2 % del PIB regional). De hecho, los siete países en los que se centra este informe registraron superávits comerciales en 2010, si bien en la mayoría de los casos la contribución de las variaciones de precios fue superior a la de los volúmenes intercambiados. En este sentido, cabría destacar que en 2007 el superávit comercial era más del doble del actual, y que, si se corrigiera el superávit actual por un nivel

América Latina ha sido tradicionalmente una región exportadora de materias primas, característica que se ha agudizado en el transcurso de la última década, como consecuencia del crecimiento de la demanda de estos productos por parte de las economías en desarrollo de Asia; en especial, China. Dicho crecimiento se ha reflejado en un aumento tendencial de los precios de las materias primas desde el año 2003, que ha supuesto para la región un fuerte incremento de la relación real de intercambio —la ratio entre precio de las exportaciones y de las importaciones—. Así, en los últimos siete años se han registrado aumentos acumulados del 14% en México, 25% en Brasil, 28% en Argentina, 55% en Perú, 60% en Colombia, 110% en Chile y 353% en Venezuela, situándose en máximos a partir de los años noventa en la mayoría de los países (véase gráfico 1).

El incremento de la relación real de intercambio aporta numerosos beneficios a la región; entre ellos, la mejora de la renta, que impulsa la demanda y la actividad; mayores ingresos públicos; la mejora del saldo exterior, que tiende a compensar el incremento de las importaciones derivado del fuerte crecimiento de la demanda interna, y la atracción de flujos de capitales, bien de inversión directa dirigida a los sectores primarios, bien en otras formas, por la mejora general de las perspectivas de crecimiento. No obstante, el incremento de los términos de intercambio puede también llevar asociados efectos económicos desfavorables. Por ejemplo, la expansión que induce tiende a generar inflación, puede aumentar la volatilidad del ciclo económico, dado que los precios de las materias primas suelen ser menos estables que los de las manufacturas o los servicios, e incluso puede dar lugar a un deterioro de la calidad institucional¹. Finalmente, el incremento de los

términos de intercambio puede dar lugar a la denominada «enfermedad holandesa», que es el objeto de análisis de este recuadro.

El término «enfermedad holandesa» fue acuñado por *The Economist* en 1977 para describir la recesión en el sector manufacturero holandés tras el descubrimiento de grandes reservas de gas en el Mar del Norte, y describe la pérdida de competitividad del sector comercializable de un país derivada de los efectos de la explotación de recursos naturales con una gran demanda mundial. La consecuente mejora de la relación real de intercambio genera una entrada de divisas por exportaciones y simultáneamente una expansión de demanda que lleva a una apreciación del tipo de cambio real, bien por una apreciación nominal, bien por un incremento de la inflación, y da lugar a un deterioro de los precios relativos entre los bienes comercializables (excepto las materias primas) y los no comercializables —en particular, los servicios—. Además, al aumentar la rentabilidad relativa de la inversión en el sector primario y en el sector no transable, los recursos tienden desviarse hacia dichos sectores y, dependiendo del grado de flexibilidad de los mercados de factores, los salarios y la retribución al capital son presionados al alza en el conjunto de la economía, perjudicando adicionalmente la competitividad de los sectores sometidos a la competencia internacional. A medio plazo, el aumento de valor de las exportaciones relacionadas con el sector primario puede no compensar el descenso de las exportaciones del resto de sectores —en particular, si el volumen de exportación de materias primas es poco elástico a su precio, como en el caso de recursos no renovables o cuyas inversiones requieran un largo período de maduración, como el petróleo, el gas o la minería—. Esta situación, junto con el hecho de que parte del incremento de la renta nacional se filtra a importaciones, puede acabar deteriorando el saldo exterior.

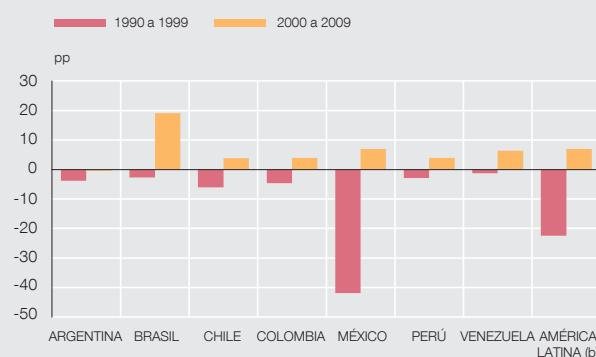
¿Hay evidencia de la presencia de este tipo de desarrollos en la región? El gráfico 2 recoge una batería de indicadores que permiten evaluar esta

1. Véanse, entre otros, A. Gelb et ál (1988), *Oil Windfalls: Blessing or Curse?*, World Bank, Oxford University Press y Jeffrey D. Sachs y Andrew M. Warner (2001), «The curse of natural resources», *European Economic Review*, vol. 45.

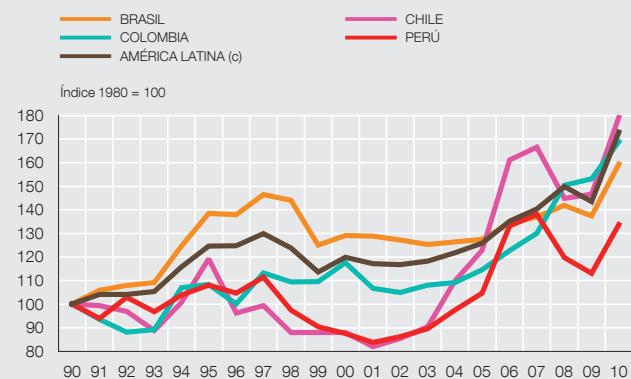
ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

GRÁFICO 1

VARIACIÓN DEL PORCENTAJE DE EXPORTACIONES RELACIONADAS CON MATERIAS PRIMAS (a)



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



FUENTES: Banco Mundial y fuentes nacionales.

a. Puntos porcentuales. Comprende alimentos, materias primas agrarias, combustibles y metales.

b. Incluye Centroamérica y Caribe.

c. Siete grandes economías.

posibilidad. En primer lugar, parece existir una correlación entre la evolución de los términos de intercambio y la de los tipos de cambio efectivos reales en la región², especialmente en Brasil, aunque también en México, Colombia o Chile³. En algunos países, el tipo de cambio efectivo real está, al igual que la relación real de intercambio, en máximos históricos⁴. Además, como se observa en el gráfico, desde el segundo trimestre de 2010 en varios países de América Latina se ha producido una apreciable disociación entre los indicadores de oferta, como la producción industrial —estancada desde el verano de 2010— y los de demanda, como las ventas al por menor, que siguen creciendo fuertemente.

Como se observa en la desagregación sectorial que aparece en el panel central izquierdo del gráfico 2, se ha constatado que son los sectores primarios en algunos países (impulsados por los precios de las materias primas), los de servicios más orientados al consumo (impulsados por el crecimiento de la demanda interna) y otros sectores de bienes no comerciables, como la construcción, los que han liderado el crecimiento en la última fase expansiva, mientras que las manufacturas se quedaban rezagadas. Estas tendencias han sido más acusadas en el caso de Brasil, donde el crecimiento medio del PIB entre 2007 y 2010 (4,5%), impulsado por las telecomunicaciones, el comercio y la minería, es muy superior al del sector de las manufacturas (2,7%). Pero también se producen desarrollos similares en Chile, Colombia y Venezuela. Perú constituye una excepción, toda vez que la industria no relacionada con el sector primario ha crecido a tasas muy similares a las del crecimiento medio del resto de los sectores y del PIB.

Una evidencia adicional vendría ofrecida por el desplazamiento de recursos hacia los sectores más rentables tras el aumento de los términos de intercambio. Así, la ratio entre empleo en la industria y en servicios ha descendido fuertemente en varios países de la región (Brasil, Perú y Colombia), si bien este descenso no se ha producido por una caída del empleo en la industria, sino por un ascenso del empleo en los servicios muy superior⁵.

Además, como se observa en los paneles inferiores del gráfico 2, en la mayoría de los países de la región las exportaciones de materias primas

han crecido fuertemente en volumen (salvo el petróleo en México y Venezuela, cuya producción se encuentra en declive desde hace tiempo), en claro contraste con el volumen de exportaciones manufactureras, que ha registrado caídas interanuales a lo largo de todo 2010 o una fuerte desaceleración (con las excepciones de Perú y, en menor medida, Chile), lo que podría ser indicativo de un desplazamiento de exportaciones por ventas de materias primas al exterior⁶. Por último, cabe destacar que la balanza por cuenta corriente se ha deteriorado a lo largo de 2010, como correspondería a unas economías que registran una elevada tasa de crecimiento de la demanda y en las que las importaciones crecen por encima de las exportaciones. Sin embargo, esta evolución no se ha debido a la balanza de bienes, cuyo superávit ha aumentado, sino a la de servicios (más de la mitad del deterioro), relacionada con el incremento de la renta nacional, y a la de rentas, que reflejaría una mayor repatriación de dividendos de las empresas que explotan los recursos de la región (véase gráfico 11 del texto principal para el caso de Brasil).

En definitiva, aunque la evidencia no es concluyente y algunas características estructurales de los países introducen matizaciones⁷, ciertos indicios apuntarían a algunos efectos negativos de la apreciación cambiaria sobre la competitividad y la evolución de otros sectores expuestos a la competencia internacional, como el descenso del volumen de exportaciones manufactureras en algunos países en un momento de pujanza de las exportaciones de materias primas y fuerte apreciación cambiaria, la menor recuperación del empleo en manufacturas frente al de otros sectores más ligados a la demanda interna y, sobre todo, el estancamiento de la producción industrial a pesar del *boom* de la demanda.

No obstante, para que se pudiera hablar de enfermedad holandesa en sentido estricto, habría que demostrar que es la mejoría de los términos de intercambio derivada de la bonanza de los precios de las materias primas la que domina la evolución del tipo de cambio real. Y esta hipótesis resulta difícil de probar cuando otro factor —las fuertes entradas de capitales— está influyendo recientemente sobre la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio reales en la región. Así, la correlación entre las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio real es muy elevada para Brasil, México o Colombia, como se observa en el gráfico 3. Sin embargo, se puede argumentar que, en algunos países, las entradas de capitales están en parte inducidas por la propia bonanza de las materias primas, en la medida en que tienden a atraer capitales a esos sectores o, indirectamente, a mejorar las perspectivas de crecimiento. Así, se aprecia una elevada correlación entre términos de intercambio y entradas de capitales en el período reciente, sobre todo en Brasil y Perú (véase gráfico 3). Por lo tanto, aunque las entradas de capitales dificultan el diagnóstico sobre la presencia de indicios de enfermedad holandesa

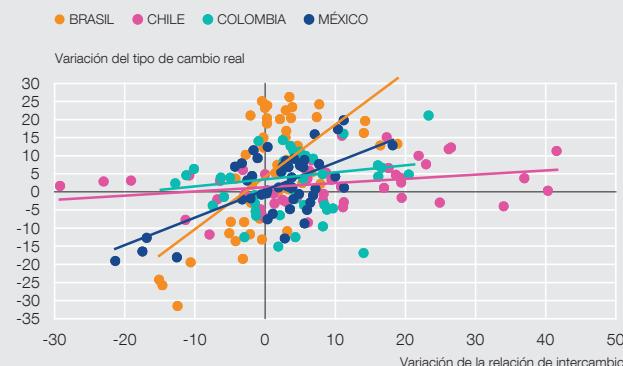
2. En la mayoría de los cálculos presentados en el recuadro se va a excluir a Argentina y Venezuela, por utilizar el tipo de cambio como instrumento de la política monetaria, quedando desvirtuada la relación entre los términos de intercambio y el tipo de cambio. En otros casos se excluirá a México, dado que es el país con una menor proporción de materias primas en sus exportaciones, y dado que los desarrollos en su industria están más ligados al ciclo estadounidense y a los salarios relativos que a la evolución del tipo de cambio real. 3. En el caso de Chile, la reducida correlación entre los términos de intercambio y el tipo de cambio real se debería a que buena parte de la ganancia de renta derivada de la subida de los precios de las materias primas se acumula en el Fondo de Riqueza Soberano, con lo que se cortocircuita la transmisión al tipo de cambio nominal de los mayores ingresos por exportaciones. 4. La correlación debería establecerse en el marco de un modelo empírico que tuviera en cuenta, además, otros determinantes de la apreciación, como el crecimiento, el gasto público, las remesas o los flujos de capitales. En este sentido, en López, Molina y Bussolo (2007) se estima que, en una muestra amplia de economías emergentes, un incremento de los términos de intercambio de un 1% generaría una apreciación del tipo de cambio real del 0,3%, con los coeficientes significativos en la mayoría de las especificaciones. 5. 58 % en los servicios por 29 % en la industria entre 2005 y 2010 en Perú, o 21 % por 4 % en Brasil.

6. El caso de Chile puede ser especial, dado que tiene firmados multitud de acuerdos de libre comercio que permiten aprovechar nichos de mercado en cada caso, lo que haría que la influencia del tipo de cambio sobre la competitividad de las industrias fuera algo menor. Perú ha aplicado, igualmente, esa estrategia desde tiempos algo más recientes. 7. Por ejemplo, Brasil es un país donde la apertura comercial medida como importaciones y exportaciones en proporción del PIB es muy baja, y además sus manufacturas están relativamente diversificadas.

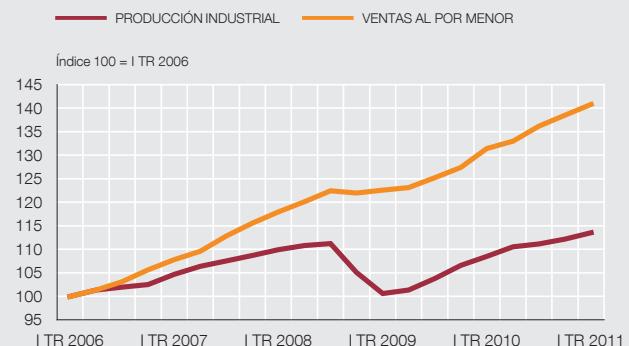
POSIBLES INDICIOS DE ENFERMEDAD HOLANDESA

GRÁFICO 2

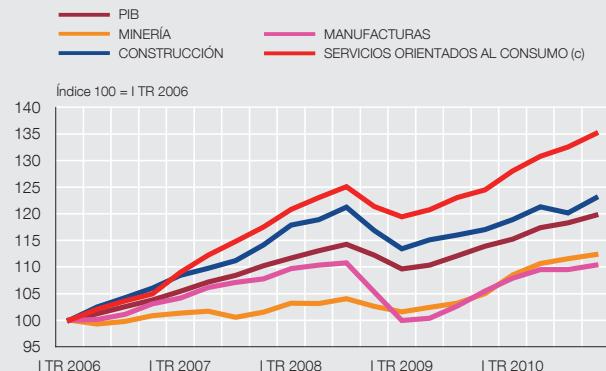
AMÉRICA LATINA: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL (a)



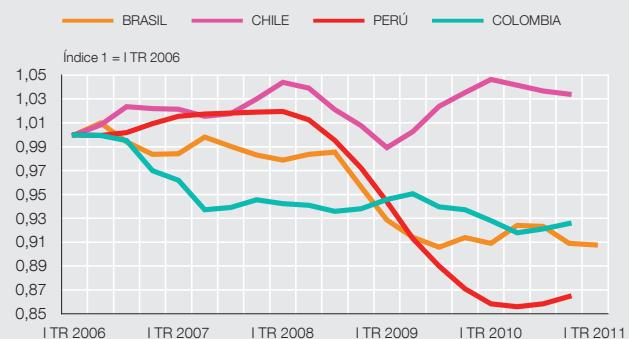
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y VENTAS AL POR MENOR (b)



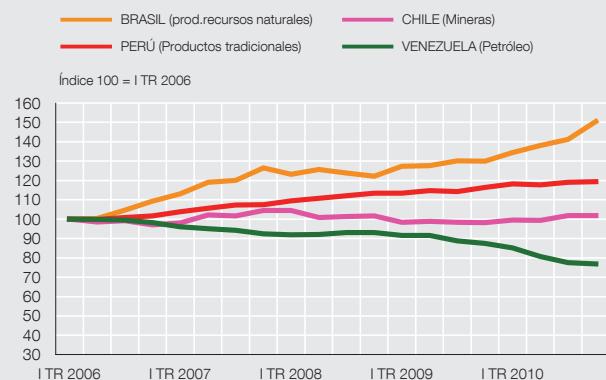
AMÉRICA LATINA (b): PIB SECTORIAL



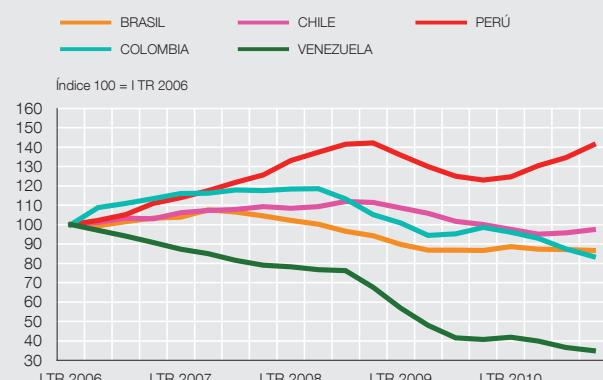
AMÉRICA LATINA: RATIO EMPLEO INDUSTRIAL – EMPLEO EN SERVICIOS



AMÉRICA LATINA: EXPORTACIÓN (VOLUMEN) DE MATERIAS PRIMAS



AMÉRICA LATINA: EXPORTACIÓN (VOLUMEN) SIN MATERIAS PRIMAS



FUENTES: Fuentes nacionales.

- a. Variación interanual entre 1999 y 2010.
- b. Siete grandes economías.
- c. Comercio, Telecomunicaciones y Servicios financieros.

en América Latina, pueden constituir un canal adicional por el que la mejora de los términos de intercambio afecta negativamente a la competitividad de las exportaciones no primarias en estos países.

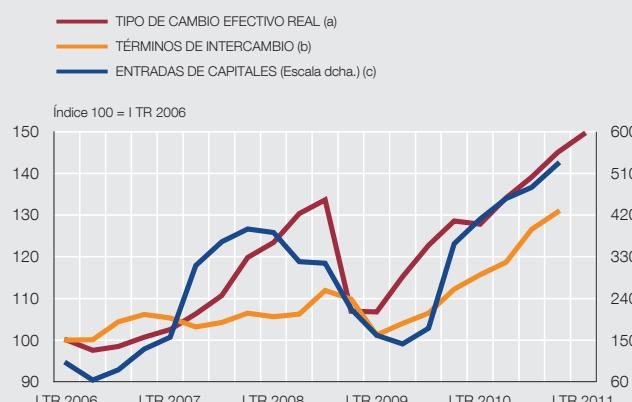
Dadas las perspectivas de crecimiento continuado de la demanda, en particular la proveniente de Asia, es probable que los precios de las materias primas se mantengan elevados y, por tanto, que los flujos de inversión directa asociados al sector primario también sean importantes, frente a un comportamiento más volátil y menos persistente del resto de flujos. Esto generaría una consolidación de la tendencia a la primarización de la estructura exportadora y un tipo de cambio real estructuralmente más apreciado. Para contrarrestar las dificultades competitivas de sus industrias no primarias, deberían plantarse políticas estructurales encaminadas a mejorar la productividad industrial. En este

contexto cobran especial sentido las propuestas de creación o acumulación de parte de la riqueza generada por los recursos naturales en fondos de riqueza soberanos (Chile, Colombia y Perú), o de desarrollo de sectores nacionales complementarios a la explotación de recursos naturales, que generen externalidades sobre el resto de la economía, como la difusión de nuevas tecnologías, y políticas de más largo plazo que mejoren el nivel educativo y el capital físico y humano. En momentos como el actual de apreciación tendencial del tipo de cambio real y de fuerte incremento de la demanda, parece aconsejable aprovechar la flexibilidad cambiaria para evitar que la apreciación real se produzca por la vía de una mayor inflación. Por lo tanto, deberían calibrarse cuidadosamente las políticas encaminadas a evitar sobreacciones del tipo de cambio nominal derivadas de ciclos de flujos de capitales, como las intervenciones cambiarias o la imposición de controles de capitales.

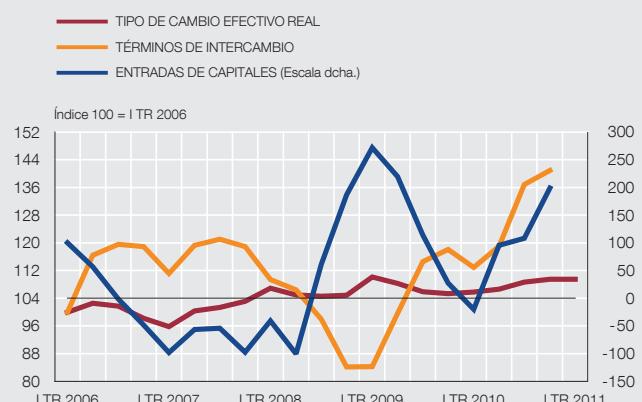
TIPOS DE CAMBIO, FLUJOS DE CAPITAL Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

GRÁFICO 3

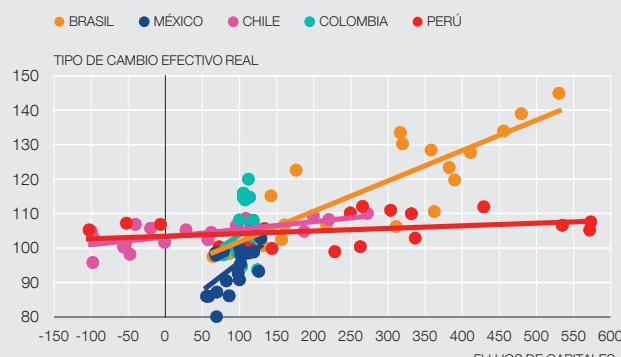
BRASIL



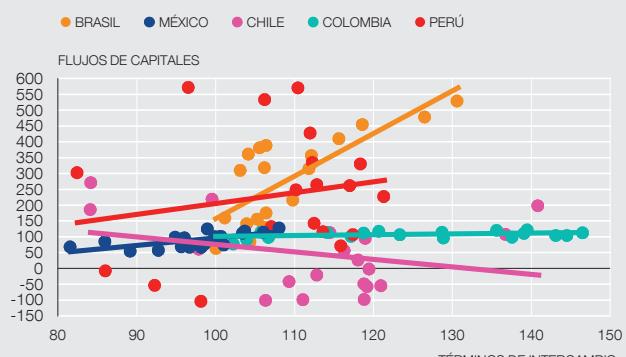
CHILE



TIPO DE CAMBIO REAL Y FLUJOS DE CAPITALES (ÍNDICES I TR 2006 = 100)



FLUJOS DE CAPITALES Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (ÍNDICES I TR 2006 = 100)

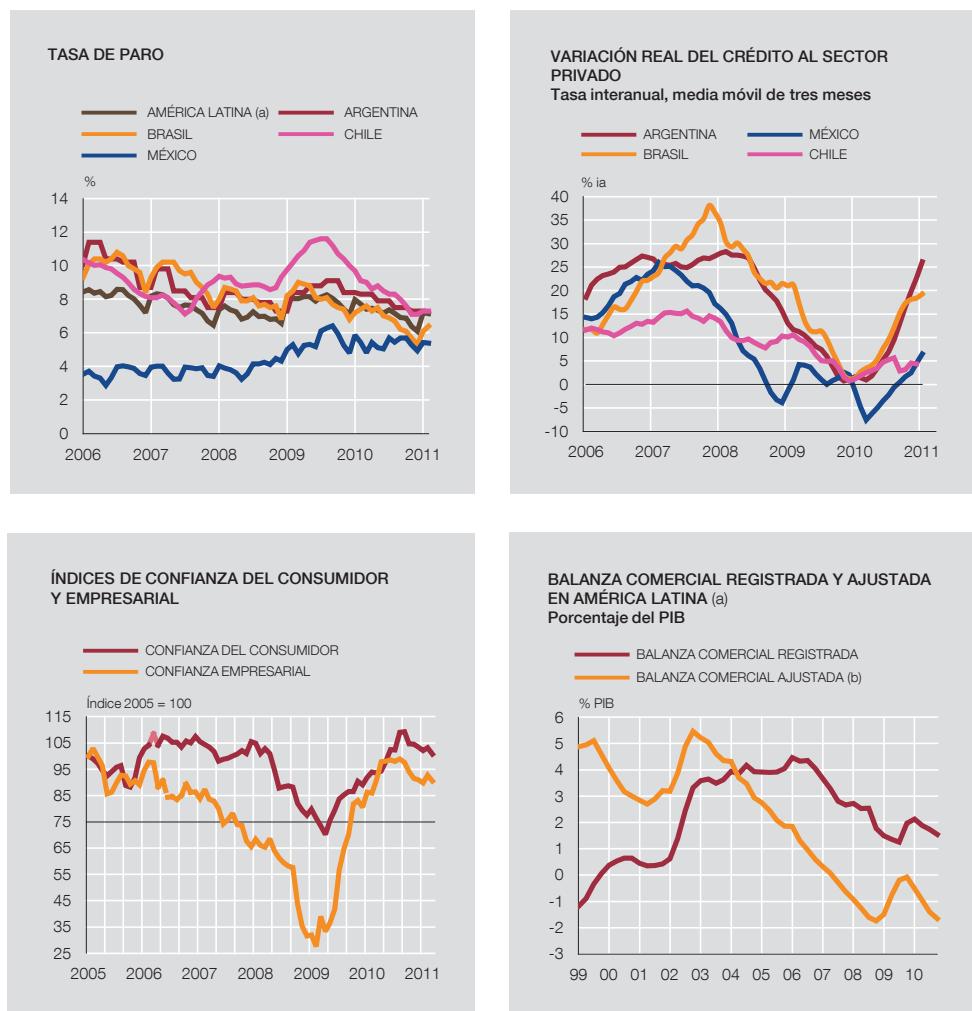


FUENTES: Fuentes nacionales.

- a. Base 100 en I TR 2006.
- b. Base 100 en I TR 2006.
- c. Suma de entradas de cartera y de inversión directa, base 100 en I TR 2006.

INDICADORES DE EMPLEO, DEMANDA Y CRÉDITO
Media móvil de tres meses de la tasa interanual y porcentaje

GRÁFICO 7



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Siete mayores economías.
b. Estimación de la balanza comercial fijando los precios de exportación e importación como media desde el año 1990 hasta 2007.

de precios de materias primas en línea con el histórico de largo plazo, la balanza comercial presentaría un déficit en torno al 1 % del PIB de la región (véase gráfico 7).

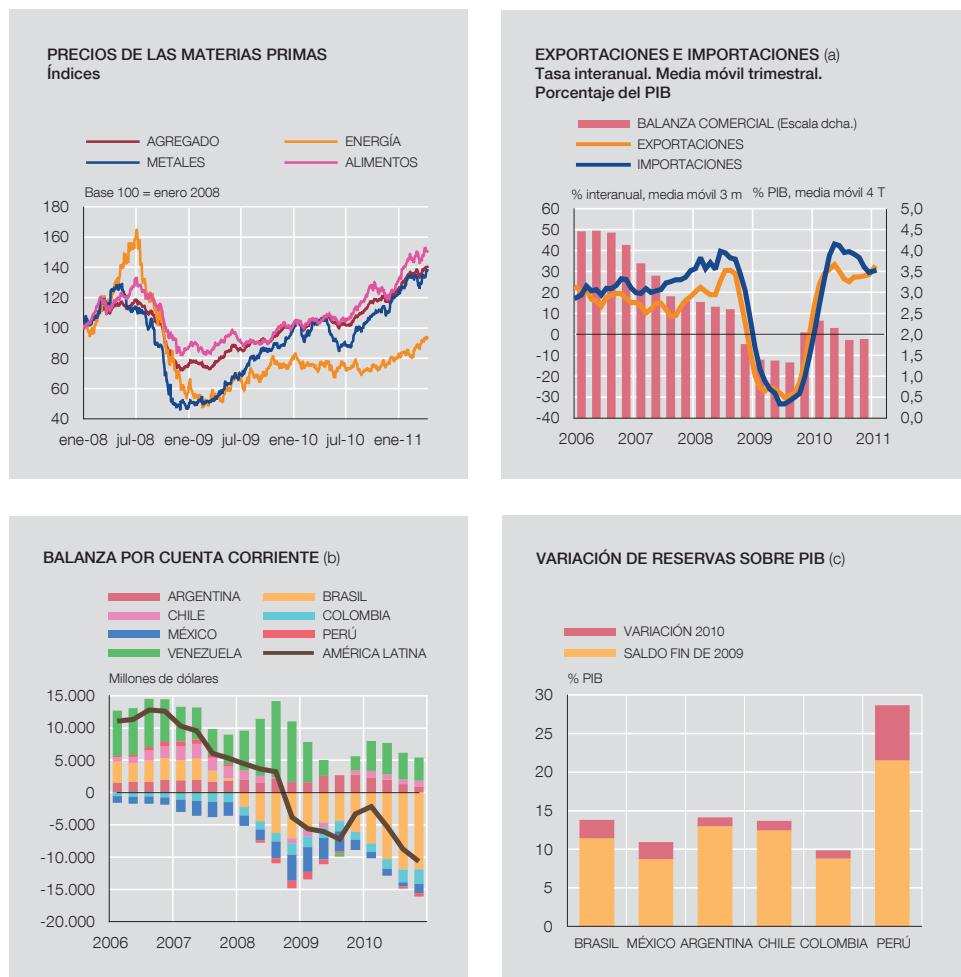
La región registró en 2010 un déficit corriente agregado del -0,7 % del PIB con notables divergencias entre países (véase gráfico 8). En algunos países, entre ellos, Brasil, se apreció un notable deterioro, sobre todo por el comportamiento de la balanza de servicios, lo que podría estar relacionado con la fortaleza del tipo de cambio. La intensa acumulación de reservas que ha seguido teniendo lugar en este período, en el conjunto de la región, pone de manifiesto que la financiación del déficit por cuenta corriente no ha supuesto ningún problema (véase gráfico 8). Sin embargo, en algunos países, a pesar de la reciente recuperación de los flujos de inversión directa, la estructura de financiación ha seguido mostrando una mayor dependencia de otros flujos considerados menos estables, y, de hecho, en algunos países dicha inversión no llega a cubrir el déficit corriente.

Precios y políticas macroeconómicas

Uno de los principales cambios en la evolución macroeconómica de América Latina en los seis últimos meses ha sido el repunte de la inflación, que se ha acercado a tasas del 6,5 %

CUENTAS EXTERIORES Y DETERMINANTES
Tasas de variación interanual, índices y miles de millones de dólares

GRÁFICO 8



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

a. Datos de aduanas en dólares, agregación de las siete mayores economías.

b. Media móvil de cuatro trimestres.

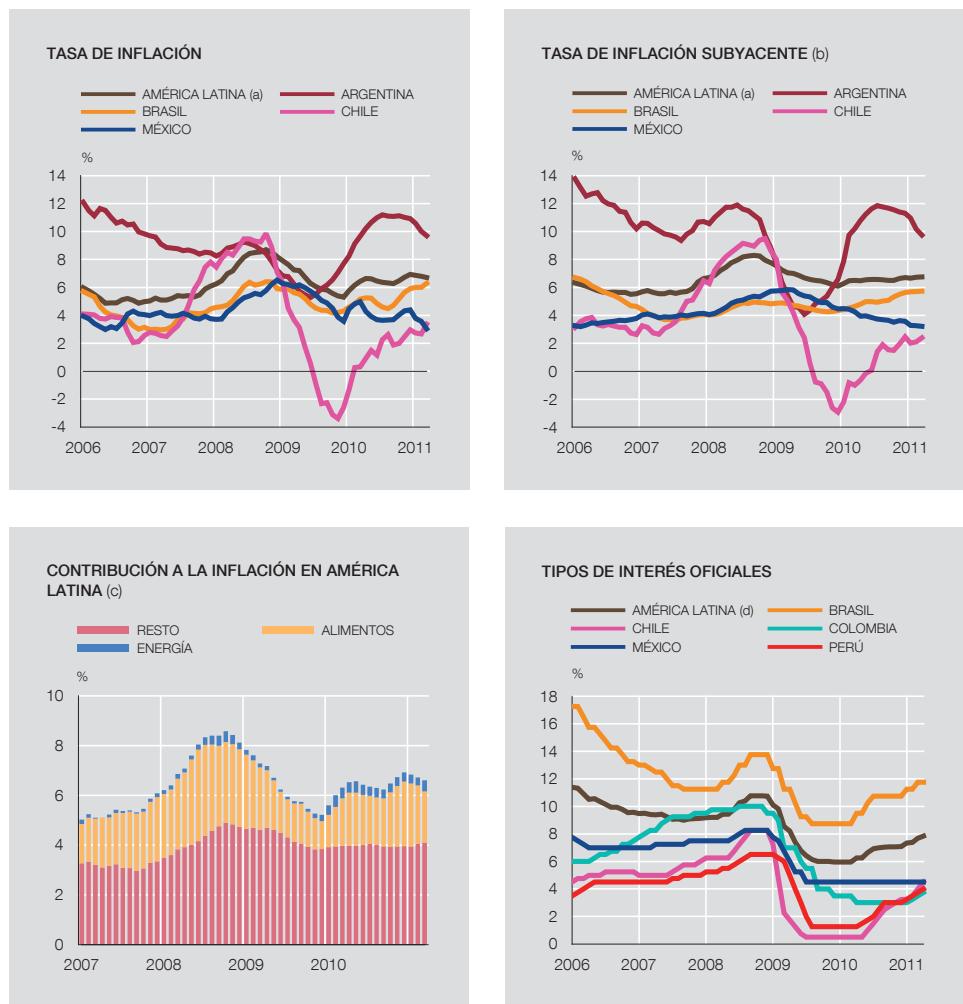
c. Variación de reservas en 2009 y 2010 sobre PIB de 2010.

interanual en el agregado regional (véase gráfico 9). Este aumento viene explicado en gran parte por la evolución de Brasil, donde la tasa interanual ha alcanzado el 6,3% en marzo, situándose en el intervalo superior de la banda objetivo. En Perú, Chile y Colombia la elevación de los precios ha sido más moderada, alcanzando tasas del 2,7%, 3,4% y 3,2%, respectivamente, aunque en todos ellos las expectativas de inflación han evolucionado al alza (véase cuadro 2). Tan solo en México la inflación ha descendido hasta el 3% —en la parte central de la banda objetivo—, al desaparecer el efecto base de la subida del IVA de principios de 2010, favorecida por el mantenimiento de cierta brecha de producto y la tendencia al fortalecimiento del tipo de cambio en los últimos meses. En el extremo opuesto, Argentina y Venezuela siguieron registrando inflaciones muy elevadas (en el entorno del 10% y del 29%, respectivamente). En Argentina, las estimaciones de analistas privados se sitúan por encima del 20% y se percibe, además, una cierta preocupación por la posibilidad de que se desencadene una espiral de elevaciones de precios y salarios.

Hasta mediados de 2010, los precios de consumo mostraron una evolución favorable en los cinco países que mantienen objetivos de inflación —en un contexto en el que las brechas de

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

GRÁFICO 9



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

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

INFLACIÓN
Tasas de variación interanual

CUADRO 2

	2010			2011		2012	
	Objetivo	dic-10	Cumplimiento	Objetivo	Expectativas (a)	Objetivo	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	5,9	Sí	4,5 ± 2	6,0	4,5 ± 2	4,9
México	3 ± 1	4,4	No	3 ± 1	3,8	3 ± 1	3,8
Chile	3 ± 1	3,0	Sí	3 ± 1	4,3	3 ± 1	3,4
Colombia	3 ± 1	3,2	Sí	3 ± 1	3,7	3 ± 1	3,6
Perú	2 ± 1	2,1	Sí	2 ± 1	3,1	2 ± 1	2,5

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

- a. *Consensus Forecasts* de abril de 2011 para final de año.

producto no habían terminado de cerrarse—, aunque ya se percibían riesgos asociados a la elevación de los precios de las materias primas —particularmente, de los alimentos— en los mercados internacionales. Dada la elevada proporción que representan los alimentos en la cesta de consumo en los países latinoamericanos, la aceleración de sus precios en los mercados internacionales a partir del mes de septiembre (más de un 40 %) se tradujo en un repunte generalizado de la inflación por países. Además, existe el riesgo de que el reciente aumento de los precios de la energía refuerce esa tendencia, no tanto por su efecto directo —que en muchos países se ve amortiguado por la existencia de subvenciones al consumo de gasolina y por su menor peso en la cesta del IPC—, sino por su impacto sobre los precios de los alimentos.

El principal riesgo de la traslación de la subida de los precios de los alimentos y otras materias primas a los precios de consumo (ilustrado en el gráfico 9) está en la aparición de efectos de segunda ronda, con un mercado laboral cercano al pleno empleo y posibilidades de sobrecaleamiento en varios países. No obstante, por el momento no se han observado dichos efectos —de hecho, la inflación subyacente ha repuntado de forma más moderada que la general— y las políticas monetarias parecen estar reaccionando con mayor firmeza en los últimos meses, al menos en algunos países. Sin embargo, como elemento de comparación reciente, cabe recordar que en 2008 la subida de los precios de los alimentos presionó a la inflación general hacia tasas del 8 % interanual, en el conjunto de la región, y que la inflación subyacente le siguió de cerca.

En este contexto, cuatro de los cinco países que mantienen objetivos de inflación han continuado o han iniciado el ciclo de elevación de los tipos de interés oficiales en los seis últimos meses (véanse gráfico 9 y recuadro 2). La afluencia de flujos de capital que tuvo lugar entre septiembre y noviembre de 2010 propició una interrupción temporal, durante los meses finales de 2010, del proceso de subida de los tipos de interés en Brasil y Perú, y una moderación del mismo en Chile. Tras una pausa de cuatro meses, el banco central de Brasil volvió a elevar el tipo de interés oficial en enero, en un contexto de menores presiones por la entrada de flujos de capital, situándolo en abril en el 12,00 %, lo que supone una subida acumulada de 275 pb desde el inicio del ciclo alcista. Esta elevación, que resulta moderada en términos históricos, se ha complementado con una amplia batería de medidas de tipo macroprudencial y de controles de capital, orientadas a contener el crecimiento del crédito, lo que pone de manifiesto un cambio en el enfoque de instrumentación de la política monetaria. Todo ello, junto con la apreciación del tipo de cambio de casi un 20 % en términos efectivos reales, desde principios de 2010, configura un notable endurecimiento de las condiciones monetarias en Brasil. No obstante, los tipos de interés reales siguen estando 2 pp por debajo de los vigentes en 2008 y se ha producido una nueva dotación de recursos a la banca pública, a comienzos de 2011, que podría volver a reactivar el crédito público, tras la moderación observada a finales de 2010.

En Chile se produjo también una cierta ralentización en el ritmo de subida de los tipos de interés oficiales a finales de 2010, en un contexto de fortaleza del tipo de cambio, que dio lugar al anuncio de un programa de acumulación de reservas de 12 mm de dólares para contener la apreciación del peso y reforzar la posición de liquidez internacional (hasta el 17 % del PIB). Sin embargo, en marzo, en un contexto de menores presiones cambiarias, Chile sorprendió con una subida de 50 pb en el tipo de interés oficial, mayor de la esperada, hasta el 4 %, seguida de otros 50 pb en abril, orientadas a corregir el desanclaje de las expectativas de inflación de los últimos meses. En Perú, el tipo oficial se situó en el 4 % en abril, lo que supone un incremento acumulado de 275 pb en el ciclo actual, mientras que el encaje en moneda extranjera para las obligaciones con el exterior a menos de dos años

Desde el inicio de la década de los ochenta se han producido importantes cambios en el diseño institucional y la conducción de la política monetaria de los bancos centrales a nivel global. En América Latina estos cambios llegaron más tarde, en la década de los noventa, pero fueron más radicales, pues permitieron dejar atrás un régimen de elevada inestabilidad monetaria. Este recuadro tiene como objetivo presentar un panorama sobre los cambios experimentados por los bancos centrales en América Latina en el transcurso de las últimas dos décadas, y sus principales logros, con especial mención al eficiente manejo durante la fase más aguda de la crisis financiera global, así como sus desafíos para el futuro¹.

Durante décadas, el papel de los bancos centrales latinoamericanos estuvo subordinado en buena medida a las necesidades de financiación del sector público. Ello se tradujo en numerosos y recurrentes episodios de inflación elevada, e incluso hiperinflación, que tuvieron costes crecientes en términos de crecimiento y distribución del ingreso. A principios de los años noventa, fruto del amplio consenso social a favor de la consecución de una mayor estabilidad de precios, se concedió una mayor independencia a los bancos centrales, se situó la estabilidad de precios como su primer objetivo y se prohibió o limitó la cantidad que podían prestar a los Gobiernos. Estas reformas fueron complementadas con otros cambios institucionales que contribuyeron a facilitar la tarea de la política monetaria. Entre ellos destacan la menor laxitud fiscal y una mejor regulación y supervisión de los sistemas bancarios, que surgieron también como respuesta a las recurrentes crisis bancarias en la región en las décadas anteriores. En algunos casos, los tipos de cambio y los agregados monetarios fueron abandonándose progresivamente como anclas nominales, y se sustituyeron por regímenes monetarios basados en objetivos directos de inflación como mecanismo de fijación de las

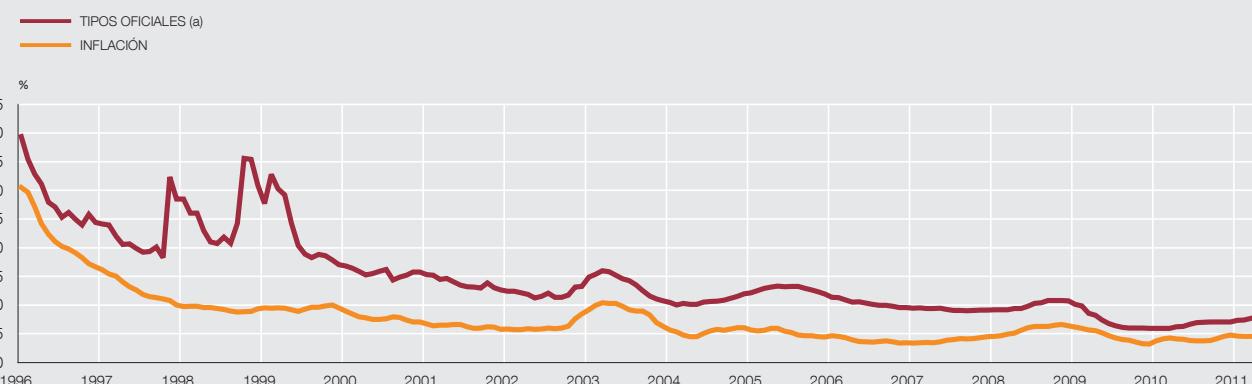
expectativas. Aunque aún persiste una elevada heterogeneidad en la región en cuanto a regímenes de política monetaria, cinco bancos centrales adoptaron entre 1999 y 2002 metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), mientras que Argentina ha mantenido como objetivo un agregado monetario², Venezuela conserva un tipo de cambio fijo y otros países, como Ecuador, han reemplazado formalmente su moneda por el dólar. En cualquier caso, una característica de los regímenes de metas de inflación (MI) de América Latina en los que se centra especialmente este recuadro es que han seguido considerando el tipo de cambio como una variable relevante de política, lo que les ha llevado a intervenir en los mercados cambiarios para, entre otros motivos, limitar la volatilidad del tipo de cambio.

Gracias al mejor diseño institucional y a sus mayores niveles de independencia, los bancos centrales, en particular aquellos con MI, facilitaron que América Latina alcanzara una mayor estabilidad macroeconómica y una mayor credibilidad de las políticas económicas. Esto contribuyó a que la región participara de la prolongada etapa expansiva de la economía mundial que se produjo durante los primeros años del nuevo siglo, en un entorno de relativa estabilidad de precios, a pesar de su pasado de notable volatilidad financiera y depreciaciones cambiarias. De hecho, aunque existen ciertas discrepancias al respecto en la literatura empírica, la mayoría de los trabajos prueban que en aquellos países con MI se han verificado una reducción del nivel y la volatilidad de la inflación, y una evolución de la actividad en términos generales más estable (véase gráfico adjunto)³.

2. Aunque mantiene también de facto el tipo de cambio del peso frente al dólar como ancla nominal. 3. Existe controversia sobre la efectividad de los regímenes de objetivos de inflación a la hora de reducir el nivel y la volatilidad de la inflación y la volatilidad de la producción, dependiendo en gran parte del método económico utilizado. Así, Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007) encuentran evidencia de esa mejora en la eficiencia, mientras que S. Lin, y H. Ye (2009), «Does Inflation Targeting Make a Difference in Developing Countries?», *Journal of Development Economics*, 89, pp. 118-123, la hallan para el conjunto de los países emergentes, aunque con una gran heterogeneidad entre ellos dependiendo de las características del país. Por último, R. Brito y B. Bystedt (2010), «Inflation Targeting in Emerging Countries: Panel Evidence», *Journal of Development Economics*, 91, pp. 198-210, no encuentran que esos efectos sean significativos.

1. El recuadro toma como referencia principal una conferencia celebrada el pasado mes de diciembre en el Banco de España. La conferencia fue impartida por Klaus Schmidt-Hebbel (Universidad Católica de Chile) con ocasión del V Seminario de Alto Nivel del Eurosistema y los bancos centrales latinoamericanos; el recuadro recoge también las discusiones que siguieron tras esta conferencia y en el seminario. Véase el documento ocasional n.º 1102 del Banco de España, *Central Banking in Latin America: Changes, Achievements, Challenges*. Los artículos que se citan en este recuadro y que además aparecen en la bibliografía de este documento no se referenciarán en su forma completa.

INFLACIÓN Y TIPOS OFICIALES



FUENTES: Datastream y fuentes nacionales.

a. Cinco países con objetivos de inflación: Brasil, México, Chile, Colombia y Perú.

Más recientemente, las economías latinoamericanas han conseguido gestionar con mayor éxito que en el pasado perturbaciones significativas, como el incremento en los precios de los alimentos y los combustibles en 2007/2008 y, posteriormente, el impacto de la crisis financiera global, logrando que la recesión fuera de corta duración y seguida de una fuerte recuperación. En este sentido, por primera vez se pudo hacer uso de una política monetaria anticíclica, que consiguió reducir significativamente los tipos de interés cuando las condiciones lo requerían gracias a la mayor flexibilidad de los tipos de cambio. Cuando se comparan los determinantes de las dos recesiones más recientes sufridas por la región, 1998-1999 (ligada a la crisis asiática) y 2008-2009 (ligada a la crisis financiera global), se observa la reacción opuesta de las políticas monetarias: en el primer caso, los bancos centrales de la región se vieron abocados a elevar los tipos de interés oficiales para defender el tipo de cambio fijo; en el segundo caso, los bancos centrales con objetivos de inflación los redujeron. La consecuencia fue que en la primera recesión los tipos de interés reales aumentaron en mucha mayor magnitud que en la segunda y que el efecto negativo de los tipos de interés reales sobre el crecimiento fue insignificante en el segundo caso [Corbo y Schmidt-Hebbel (2010)].

Además, en la crisis reciente también pudieron ponerse en marcha respuestas de política no convencionales, como la reducción de los coeficientes de caja, la concesión de liquidez en moneda local y moneda extranjera⁴, o la relajación de los requerimientos de colateral, todas ellas importantes para mitigar su impacto sobre el sistema financiero. Asimismo, las intervenciones en los mercados cambiarios para moderar las presiones depreciatorias contribuyeron a amortiguar el impacto de la crisis. En ese sentido, los bancos centrales de la región aplicaron los regímenes de MI de forma flexible durante el período de estrés financiero, y las intervenciones resultaron más efectivas a la hora de mitigar la vo-

latilidad del tipo de cambio que bajo otros esquemas de política monetaria⁵.

Superada esta importante prueba para la credibilidad de las políticas monetarias, los bancos centrales de América Latina se enfrentan ahora a un importante número de desafíos, algunos de ellos comunes al resto de bancos centrales. Entre ellos, destacan la reforma de la supervisión y la regulación tras la crisis, la integración de la regulación macroprudencial con los instrumentos de política monetaria más convencional, el análisis de las implicaciones de los precios de los activos y las fricciones financieras para la política monetaria. También comparten desafíos comunes con los bancos centrales que siguen regímenes de metas de inflación, como mejorar la transparencia y la comunicación, decidir la conveniencia de adoptar un objetivo de inflación general o subyacente, etc., o la elevación o no de los objetivos de inflación como forma de enfrentarse al problema del límite inferior de los tipos de interés oficiales, tema particularmente controvertido en una región donde las políticas monetarias probablemente aún no han alcanzado una credibilidad máxima.

Pero, además, de las características propias de América Latina se derivan algunos retos específicos. Se trata de países con una elevada sensibilidad a los shocks de carácter externo, ya que la región es, tanto comercial como financieramente, relativamente abierta y exportadora de materias primas, cuyos precios se determinan en los mercados internacionales, y recibe flujos de capitales, volátiles por naturaleza. De este modo, en los últimos años muchos de los bancos centrales de la región se han enfrentado periódicamente a un dilema de política monetaria, en situaciones en las que el aumento de la inflación, en parte derivado de mejoras en los términos de intercambio por el aumento del precio de las materias primas, haría aconsejable un aumento de los tipos de interés, pero existe el temor de que esos aumentos provoquen apreciaciones del tipo de cambio y entradas de capital excesivas y desestabilizadoras, en un contexto en el que los

4. Gracias a las reservas internacionales acumuladas, a las líneas swap con la Reserva Federal (Brasil y México) y a las líneas de crédito FCL con el FMI (Colombia y México).

5. Véase J. C. Berganza y C. Broto (2011), *Flexible Inflation Targets, Forex Interventions and Exchange Rate Volatility in Emerging Countries*, Documentos de Trabajo, n.º 1105, Banco de España.

MEDIDA	DESCRIPCIÓN	PAÍS (fecha de implementación entre paréntesis)
Restricciones a los flujos financieros (controles de capitales)	Impuestos sobre entradas de flujos financieros	Brasil (oct-10, mar-11, abr-11)
Liberalización de los flujos financieros	Liberalización de salidas de capitales	Chile (nov-10), Perú (varias)
	Elevación del ratio de capital	Brasil (dic-10)
	Elevación del coeficiente de caja	Brasil (dic-10), Perú (varias)
	Impuesto sobre el crédito a personas físicas	Brasil (abr-11)
	Elevación del coeficiente de reserva de depósitos en moneda extranjera	Perú (jul, sep y oct-10)
	Límite de la posición corta en moneda extranjera de la banca	Brasil (ene-11), Perú (feb-11)

tipos de cambio se sitúan ya en niveles relativamente apreciados. Por ello, algunos bancos centrales de la región (Brasil, Colombia y Perú) han recurrido al aumento de los coeficientes de caja, entre otras medidas, para que la política monetaria sea más restrictiva sin que ello suponga un mayor atractivo para los flujos de capitales.

Para enfrentar este dilema de política monetaria, algunos de los Gobiernos y bancos centrales de la región han adoptado también otra serie de medidas según la recuperación económica y la estabilidad financiera han ido retornando a la región. Estas medidas (véase cuadro adjunto) están encaminadas a moderar las entradas de flujos o facilitar su salida y, en algunos casos, entran dentro de lo que se puede considerar controles de capitales. Sin embargo, se trata de medidas transitorias para mitigar la apreciación real del tipo de cam-

bio, que, en un contexto de bonanza económica y de aumento del precio de las materias primas, tiende a presentar una tendencia al alza. Si se quiere evitar que tal ajuste cambiario se produzca, se debería canalizar a través de los fundamentales; en particular, por la vía de un aumento del ahorro interno; concretamente, del sector público. En este contexto, cabe aspirar a un carácter más anticíclico de la política fiscal, reforzado, en su caso, por reglas fiscales (por ejemplo, ahorrando el componente que se estime temporal del aumento en el precio de las materias primas en fondos de riqueza soberanos) para mantener la consistencia de las distintas políticas. Entre tanto, el mantenimiento de la credibilidad antiinflacionista de los bancos centrales probablemente sea la mejor contribución a la resolución de dichos dilemas y a la consolidación de un entorno de estabilidad monetaria que fomente el crecimiento.

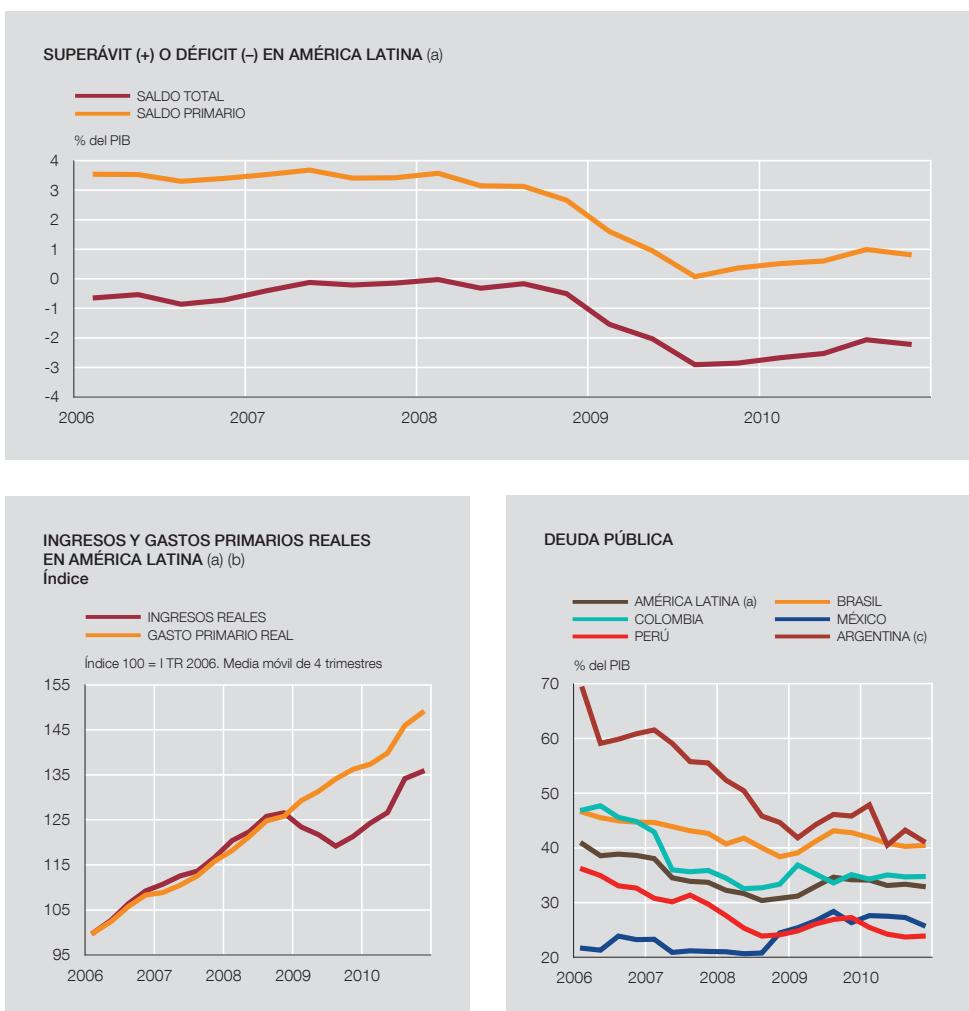
y el coeficiente de caja bancario aumentaron considerablemente. En Colombia, el ciclo alcista de política monetaria se inició en 2011, con tres subidas de 25 pb en febrero, marzo y abril, que suponen el inicio de la normalización de los tipos de interés, coherente con la gradual recuperación de la economía y la evolución al alza de la inflación. Finalmente, tan solo México entre los países con objetivos de inflación mantuvo el tipo de interés oficial estable (en el 4,5%). Pese a las elevaciones de tipos oficiales, en el conjunto de los cinco países con objetivos de inflación el tipo de interés «medio» se mantiene en torno a 3 pp por debajo del nivel de comienzos de 2008 (véase gráfico 9).

Por su parte, en Argentina la política monetaria no ha reaccionado ante el progresivo incremento de la inflación, desde mediados de 2009 (la M2, que es el objetivo, siguió creciendo a tasas muy elevadas); por el contrario, se ha recurrido a la reimposición de controles de precios y a la prohibición, por parte del Gobierno, de algunas exportaciones agrícolas. Tampoco en Venezuela, donde los techos a los tipos de interés de préstamos y depósitos se mantuvieron sin cambios, la política monetaria respondió al aumento de la inflación.

En el ámbito fiscal, el aspecto más destacable en 2010 fue la estabilización que experimentaron los saldos públicos, tanto el primario como el total, a nivel regional, tras la mejoría del primer semestre (véase gráfico 10). A pesar de los limitados avances en la recuperación de un tono fiscal más restrictivo y de que el gasto primario siguió creciendo fuertemente en términos reales (véase gráfico 10), las cuentas públicas cerraron 2010 con un superávit primario y una moderada reducción del déficit público a nivel regional. Como excepción, en México las cuentas públicas registraron un cierto deterioro respecto a 2009, debido principalmente al aumento del gasto en pensiones y a pesar del mayor crecimiento de la economía. Las previsiones fiscales para 2011 anticipan algunos cambios en el conjunto de la región. En Brasil se anunció un importante recorte del gasto presupuestado de 2011 (un 1,5 % del PIB), con el objetivo de moderar el ritmo de crecimiento de la economía y las presiones de inflación. Aunque la medida tiene valor señalizador, cabe matizar su carácter restrictivo, dado que el gasto final en 2011 sería superior al realizado en 2010. En Chile y Perú también se han anunciado recientemente reducciones en el gasto público presupuestado en torno al 0,4%-0,3 % del PIB para 2011, respectivamente.

PRINCIPALES CIFRAS DEL SECTOR PÚBLICO
Porcentaje del PIB e índice

GRÁFICO 10



FUENTES: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

b. Deflactado por el IPC.

c. Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.

Procesos de integración comercial y políticas estructurales

Tras el impulso recibido a mediados de 2010 con la firma del código aduanero común, Mercosur avanzó en aspectos institucionales (acuerdos para elaborar garantías de inversión y leyes antimonopolio, entre otros) y en su proceso de apertura al exterior, firmando un acuerdo para otorgar preferencias arancelarias reciprocas con países del G 20 (Corea, India e Indonesia) y con clientes relevantes para sus productos (Egipto), además de con Cuba, Malasia y Marruecos. El Senado de Paraguay pospuso una vez más la adhesión de Venezuela al bloque, y la Unión Europea señaló que no sería posible cerrar el acuerdo con Mercosur a lo largo del presente año, por las dificultades presentadas en los capítulos agrícolas.

En abril se hará efectiva la salida de Venezuela de la CAN (Comunidad Andina de Naciones), por lo que este país y Colombia iniciaron las conversaciones para firmar un tratado que mantenga el tratamiento de su comercio bilateral como hasta la fecha. Otros dos miembros de este acuerdo (Perú y Colombia) profundizaron en su estrategia de reorientar su comercio hacia la cuenca del Pacífico, mediante tratados bilaterales. Así, entró en vigor el acuerdo de libre comercio entre Corea y Perú, y este último país cerró un acuerdo con Japón y anunció su intención de negociar con la India, al tiempo que redujo de forma unilateral el arancel promedio.

Colombia espera cerrar un tratado con Corea en junio de 2011 y ha iniciado conversaciones con Turquía, mientras espera que el Congreso de Estados Unidos apruebe el tratado de libre comercio entre ambos países. En febrero expiró la renovación de las preferencias arancelarias ATPDA³ con Colombia. México y Perú firmaron un acuerdo de libre comercio, y Chile lo hizo con Malasia e inició conversaciones con Indonesia. Finalmente, México y Estados Unidos solventaron el problema de la suspensión de un acuerdo para la prestación de servicios de transporte mexicanos en el seno del tratado de libre comercio de América del Norte (TLCAN), por lo que México suspendió los aranceles que había anunciado como represalia el verano de 2010. México y Brasil anunciaron, igualmente, su intención de llegar a un acuerdo de integración económica que permita complementar sus sectores industriales.

En el ámbito de las reformas estructurales, cabe destacar que Chile anunció la puesta en marcha gradual de un mecanismo para acortar los trámites de las exportaciones y se anunciaron algunas privatizaciones de compañías de servicios públicos, y la creación de un Consejo de Estabilidad Financiera. En México, los senadores de la oposición presentaron un proyecto de reforma fiscal —que podría ser indicativo de futuras iniciativas en este campo—, que incluye un gravamen de algunos alimentos con la tasa general del IVA. En Venezuela, el Ejecutivo mantuvo su política de expropiaciones y aprobó, en el último tramo de la legislatura, la Ley Bancaria, que facilita la nacionalización del sector y que incluye provisiones que elevan la discrecionalidad del sector público para manejar el crédito y los activos del sistema.

Evolución económica por países

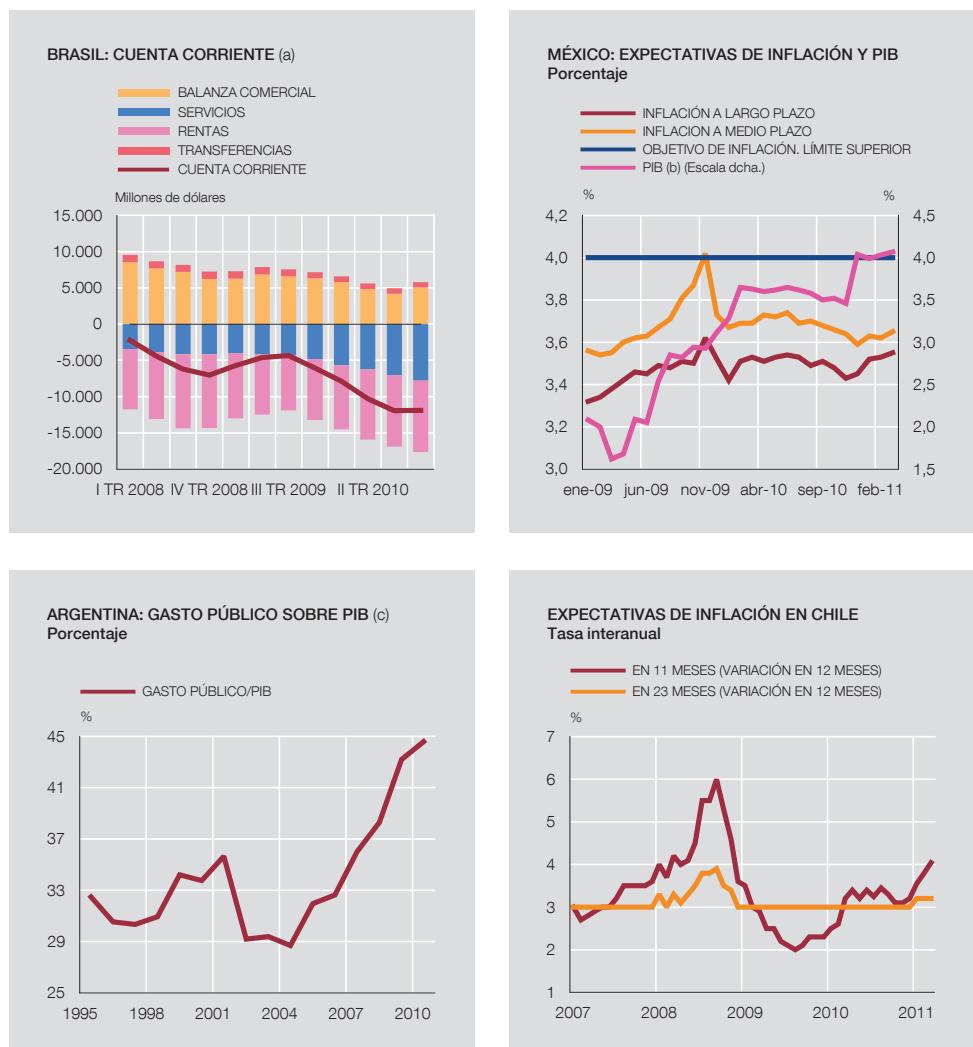
En Brasil, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2010 fue del 0,7 % en tasa intertrimestral, lo que supuso una aceleración respecto al trimestre precedente. Sin embargo, en la segunda mitad del año, la actividad perdió dinamismo de forma acusada, tal y como se deduce de las tasas interanuales, que se moderaron hasta un 5 % en el cuarto trimestre, frente a un crecimiento medio del 7,5 % en 2010. La desaceleración de la actividad obedece a la moderación de la inversión y, en menor medida, del consumo público, que se tradujeron en un menor ritmo de crecimiento de la demanda interna (6,7 % en el cuarto trimestre, frente al 10 % de los trimestres anteriores). El consumo privado, en cambio, mostró incluso un mayor dinamismo. La demanda externa redujo su aportación negativa en el cuarto trimestre del año hasta 1,7 pp, cuando se había llegado a situar por encima de los 3 pp en los trimestres previos, como consecuencia de la desaceleración de las importaciones (que aun así crecieron a tasas del 25 %). Los indicadores de mayor frecuencia del primer trimestre de 2011 siguen ofreciendo signos de fortaleza de la demanda interna y de sus determinantes, particularmente el mercado laboral —situándose la tasa de paro en un mínimo histórico—. Por el contrario, la producción industrial, al igual que la de otros países de la región, registró una evolución menos positiva en la segunda mitad de 2010, si bien se ha producido una cierta recuperación en los primeros meses de 2011. La fortaleza de la actividad está contribuyendo a una evolución al alza de la inflación, que tras varios meses de incrementos consecutivos alcanzó el 6,3 % en marzo de 2011, próxima al intervalo superior del objetivo del banco central (4,5 %, con bandas de +/-2 %). Las expectativas de inflación también han venido registrando una tendencia al alza, de tal forma que para 2012 se mantienen algunas décimas por encima del objetivo del banco central. Uno de los soportes de la demanda interna, el crédito bancario, mantuvo su expansión, creciendo en torno al 20 % en términos reales en enero, con una desaceleración del crédito público (hasta el 27 % en enero) y un aumento del crédito privado (hasta el 17 %). En este contexto, el banco central, tras haber mantenido sin cambios el tipo de interés oficial desde julio de 2010, reanudó las subidas en sus reuniones de enero, marzo y abril incrementándolo en 50 pb en las dos primeras, y 25 pb en la última, hasta situarlo en 12 %. De igual manera, en diciembre adoptó diversas medidas macroprudenciales —como

3. Ley de Preferencias Arancelarias Andinas y de Lucha contra las Drogas, por sus siglas en inglés.

modificaciones en el coeficiente de caja bancario y de las ratios de capital — para moderar la expansión del crédito, y reforzó estas medidas y los controles de capitales nuevamente en abril en un contexto de renovadas presiones a la apreciación del real⁴. En el ámbito de la política fiscal, el superávit primario del sector público consolidado en el conjunto de 2010 fue del 2,8 % del PIB, inferior al objetivo del 3,3 % del PIB, pero superior al del año anterior. No obstante, este resultado se produjo con ingresos extraordinarios importantes, por la venta de explotación de yacimientos petrolíferos. El saldo presupuestario total fue deficitario (2,6 % del PIB). Por otra parte, el Gobierno ha manifestado su voluntad de llevar a cabo una política fiscal anticíclica, que contribuya a moderar la inflación, y anunció que reduciría el gasto por importe de 50 mm de reales (equivalente al 1,2 % del PIB) respecto al presupuestado para 2011, lo que no supone un recorte del gasto en relación con el año anterior. Adicionalmente, las cámaras legislativas han aprobado la propuesta del Gobierno de un incremento del salario mínimo del 7 % en términos nominales, medida que también contribuirá a moderar el gasto corriente en 2011 y, consecuentemente, las presiones inflacionarias. En sentido contrario, se anunció la dotación de 55 mm de reales al banco de desarrollo BNDES por parte del Tesoro (frente a los 110 mm aportados en 2010), lo que, unido a los recursos obtenidos de las fuentes tradicionales, supondría que el BNDES podría disponer este año de una cantidad muy próxima a la empleada durante 2010 para la financiación de sus programas. En el sector exterior, se ha registrado un significativo deterioro de la balanza por cuenta corriente, como resultado, principalmente, del empeoramiento de la balanza de rentas y servicios, aunque también se redujo el superávit de la balanza comercial como consecuencia de la fortaleza de las importaciones (véase gráfico 11). En la cuenta financiera se vienen registrando elevadas entradas de flujos financieros, entre los que destacan las importantes entradas de inversión extranjera directa, que han llevado a algunos analistas a plantear la posibilidad de que esto responda a una cierta estrategia para esquivar los controles de capitales introducidos en octubre. En este contexto, el banco central ha mantenido su política de acumulación de reservas, hasta alcanzar los 317 mm de dólares a finales de marzo. Junto con estas compras en el mercado al contado, inició intervenciones en el de derivados. Finalmente, Fitch elevó en abril la calificación crediticia de Brasil un escalón por encima del umbral del grado de inversión, atendiendo a la mejora de sus fundamentos y políticas.

En el segundo semestre de 2010 la actividad en México se desaceleró en tasa interanual respecto al segundo trimestre, pero mantuvo ritmos de crecimiento elevados, con tasas de variación intertrimestrales del PIB del 0,8 % y 1,3 %, respectivamente, en el tercer y cuarto trimestre del año. El crecimiento en el conjunto de 2010 fue del 5,5 %, del que aproximadamente 3 pp provienen de un efecto de arrastre estadístico. En todo caso, en el cuarto trimestre el PIB alcanzó el nivel previo a la crisis, si bien la brecha de producción siguió siendo negativa. Por el lado de la demanda, el consumo privado se desaceleró en el segundo semestre, mientras que la inversión, especialmente la privada, siguió la senda contraria, aunque su tasa de crecimiento se mantuvo bastante por debajo de la alcanzada en el resto de las economías de la región (con la excepción de Venezuela). La contribución de las existencias fue muy reducida, en contraste con su elevada aportación en el primer semestre. La demanda exterior contribuyó negativamente al crecimiento (en 0,3 pp), por primera vez desde el tercer trimestre de 2008. Los datos correspondientes a 2011 parecen anticipar una mejora gradual en el ritmo de crecimiento. En lo referente al mercado laboral, se apreció una

4. Entre otros, se ha elevado el coeficiente de caja en una magnitud que se estima revierte la expansión de liquidez realizada en 2008; además se ha anunciado un aumento de la ratio de capital para préstamos personales a más de dos años de plazo, se ha impuesto un depósito obligatorio del 60 % sobre las posiciones cortas de contado en dólares a la banca residente; se han efectuado sucesivas ampliaciones del impuesto a las transacciones con no residentes (6 %), que en la práctica suponen su aplicación a cualquier operación a menos de dos años, ya sea préstamos o bonos y se ha anunciado la elevación de este impuesto hasta el 3 % a los préstamos a personas físicas.



FUENTES: Fuentes nacionales.

- a. Media móvil de cuatro trimestres.
 b. Expectativas de crecimiento a un año.
 c. Dada la falta de datos para los Gobiernos provinciales y municipales, se ha supuesto que el crecimiento ha sido igual al del Gobierno nacional durante ese año.

cierta mejoría en las condiciones y la calidad del empleo en los últimos meses de 2010, que, sin embargo, no permite compensar aún el deterioro observado durante la crisis. La tasa de inflación, que había alcanzado el 4,4% en octubre como consecuencia de la subida del precio de los alimentos, tendió a converger hacia el 3% en marzo, al desaparecer el efecto base que supuso en 2010 el aumento de algunos tipos impositivos. La inflación subyacente se sitúa en el 3,2%. La holgura de la producción y la reciente apreciación de la moneda han contribuido a mantener un panorama favorable para la inflación, que se refleja, igualmente, en un mantenimiento de las expectativas de inflación tanto para 2011 como para 2012. En este contexto, el Banco de México mantuvo los tipos oficiales en el 4,5% (nivel en el que se sitúan desde julio de 2009). El crédito al consumo privado en términos reales volvió a crecer en tasa interanual en el cuarto trimestre de 2010, a pesar de que se mantuvo la caída en las tarjetas de crédito. En 2010 el déficit corriente representó el 0,5% del PIB, nivel muy similar al registrado en 2009. Sin embargo, en el cuarto trimestre se produjo un notable empeoramiento como consecuencia del fuerte incremento de la repatriación de dividendos. En la cuenta financiera destacan las entradas de cartera en el cuarto trimestre de 2010 (3,5% del

PIB), especialmente para la compra de valores públicos en el mercado de dinero. Ante el extraordinario repunte de los flujos de cartera, el banco central mantuvo el mecanismo para reducir la volatilidad en la apreciación cambiaria y acumular reservas hasta alcanzar los 122 mm de dólares (11,5 % del PIB) a mediados de marzo. Además, el Gobierno mexicano renovó la línea de crédito flexible (FCL) con el FMI, pero por una cuantía superior (73 mm de dólares), lo que llevaría a los recursos disponibles en moneda extranjera a la mediana de los países emergentes. Las cuentas del sector público empeoraron de forma notable en el segundo semestre del año, en parte por unas mayores aportaciones a las pensiones públicas, situándose el déficit total en el 2,8 % del PIB. No obstante, excluyendo la inversión de PEMEX, el déficit público habría sido de tan solo el 0,8 % del PIB en 2010, frente al 0,2 % del año anterior. El Gobierno volvió a contratar la cobertura petrolera para 2011 y, además, realizó varias emisiones en moneda local y moneda extranjera que le permitieron prefinanciar todos los vencimientos de la deuda externa hasta la celebración de las elecciones presidenciales a mediados de 2012.

En el cuarto trimestre de 2010, el PIB en *Argentina* registró una notable aceleración (2,5 % en tasa intertrimestral), tras el paréntesis que supuso el tercer trimestre (0,7 %), como consecuencia del mayor dinamismo de la demanda interna, que creció un 12,3 % en tasa interanual. La aceleración del consumo privado fue decisiva en esta evolución, pues la inversión se ralentizó ligeramente en el cuarto trimestre, aunque mantuvo una tasa de crecimiento muy elevada (cercana al 25 %), especialmente por la inversión en bienes de equipo. Por su parte, la aportación de la demanda externa se hizo mucho más negativa (hasta alcanzar los 3,1 pp), debido a la desaceleración de las exportaciones, puesto que las importaciones se desaceleraron solo ligeramente. En el conjunto de 2010 el crecimiento del PIB argentino fue de un 9,2 %. Este fuerte crecimiento permitió que la tasa de paro continuara cayendo y se situara cerca del nivel previo a la crisis. Los indicadores de mayor frecuencia parecen anticipar que el fuerte dinamismo se mantuvo durante el primer trimestre del año. En 2010, la cuenta corriente registró un superávit del 1 % del PIB frente al 3,6 % alcanzado en 2009, en parte por la reducción del saldo comercial, que se situó en el 4 % del PIB en 2010, frente al 6 % en 2009, pese al fuerte crecimiento de las exportaciones. Otro factor que contribuyó a la disminución del superávit corriente fue la reducción de las transferencias corrientes, que respondió principalmente a la asignación de DEG por parte del FMI en el tercer trimestre de 2009 (2.662 millones de dólares). Por el lado de la cuenta financiera, destacan dos factores positivos. En primer lugar, se produjo una notable disminución de las salidas de capitales durante 2010. En segundo, la inversión extranjera directa registró una cierta recuperación, hasta situarse en el 1,6 % del PIB. Las reservas internacionales se mantuvieron estables, pues se siguieron utilizando para realizar pagos de deuda pública externa, algo que continuará durante 2011 por una cantidad prevista cercana a los 7,5 mm de dólares. En 2010 el Gobierno argentino obtuvo un superávit primario del 1,8 % del PIB frente al 1,5 % obtenido en 2009, con crecimientos de los ingresos y los gastos públicos por encima del 30 %. De esta forma, los fuertes incrementos del gasto público en los últimos años, tanto del Gobierno nacional como de las provincias, han llevado a que haya aumentado notablemente su participación en el PIB (véase gráfico 11). Además, para 2011 el Gobierno tiene una amplia discrecionalidad, puesto que el Presupuesto que el Gobierno envió al Congreso fue rechazado y la presidenta aprobó una serie de decretos de necesidad y urgencia que amplían su margen de actuación. La inflación viene disminuyendo desde octubre de 2010 hasta situarse en el 10 % en febrero. Sin embargo, estas tasas siguen muy por debajo de las estimaciones privadas y de la inflación oficial de las provincias, así como de los incrementos salariales, que se sitúan cerca del 27 % en tasa interanual. De hecho, una misión técnica del FMI visitó el país con el objetivo de crear un nuevo índice de precios a nivel nacional. El crecimiento interanual del agregado monetario

M2, objetivo del banco central, se situó cerca del 30 %, y los tipos de interés reales siguieron siendo negativos, especialmente si se tienen en cuenta las medidas de inflación no oficiales. Mientras tanto, el crédito bancario al sector privado acentuó su senda de expansión. El banco central continuó permitiendo una depreciación gradual del tipo de cambio frente al dólar. En el período bajo revisión, el Gobierno argentino abrió de nuevo el canje para los tenedores de deuda en impago, al que apenas se adhirieron algunos inversores minoristas por cantidades reducidas, y tuvieron lugar los primeros contactos con el Club de París, con el que el Gobierno intenta cerrar el acuerdo antes de las elecciones presidenciales de octubre.

Aunque el terremoto de febrero de 2010 conllevó algún retraso en la recuperación de la actividad económica en Chile tras la crisis financiera global, la pausa fue breve y se observó un fuerte crecimiento en el resto del año (5,2 % en conjunto), a pesar de una cierta moderación en el cuarto trimestre (crecimiento intertrimestral del 0,9 %). Este buen desempeño vino explicado por el extraordinario dinamismo de la demanda interna, que llegó a crecer un 16,8 % en el segundo semestre de 2010, con el consumo privado por encima del 11,5 % y la inversión privada cerca del 20 % (aunque la inversión en construcción se mostró algo rezagada). La demanda externa tuvo una aportación negativa de más de 12 pp en la segunda mitad del año, como consecuencia de la debilidad de las exportaciones y de la extraordinaria fortaleza de las importaciones, con un crecimiento superior al 30 %. No obstante, la evolución favorable de los términos de intercambio posibilitó que la balanza comercial cerrara 2010 con un superávit cercano al 8 % del PIB y la balanza por cuenta corriente registrara un superávit equivalente al 1,9 % del PIB, en parte explicado por mayores transferencias corrientes (indemnizaciones de seguros por el terremoto), lo que ayudó a contrarrestar el déficit del 7,7 % del PIB de la balanza de rentas. Por el lado de la oferta, destaca una cierta debilidad del sector industrial. Como aspecto positivo, y a diferencia del período posterior a la crisis asiática, el mercado de trabajo se ha recuperado de forma notable. El intenso crecimiento de la demanda interna, la extinción de las brechas de capacidad y el aumento de precios de las materias primas a nivel internacional propiciaron aumentos de la inflación hasta el 3,4 % en marzo, por encima del objetivo del banco central (3 %), aunque las medidas subyacentes registraron tasas más reducidas. A esta moderación contribuyó la apreciación del peso frente al dólar (en la segunda mitad de 2010 se apreció cerca de un 10 %). Sin embargo, se produjo un cierto desanclaje de las expectativas de inflación, especialmente las de más corto plazo en los últimos meses (véase gráfico 11). En este contexto, el banco central ha elevado el tipo de interés oficial en todas las reuniones de política monetaria desde junio de 2010 (400 pb en total, hasta el 4,5 %), con la excepción de la celebrada en enero, cuando más patente se hizo el dilema de política monetaria, que a principios de 2011 le llevó a anunciar intervenciones en el mercado de cambios comprando reservas (12 mm de dólares durante 2011). En ese sentido, para enfrentar las presiones a la apreciación, se amplió el número de entidades no residentes autorizadas para emitir bonos en el mercado local y el límite a la inversión en el exterior de los Fondos de Pensiones desde un 60 % hasta un 80 %. Asimismo, el Gobierno anunció una reducción del gasto público presupuestado del 0,4 % del PIB en 2011. En 2010, el déficit público ascendió al 0,4 % del PIB (4,5 % en 2009), lo que implica un déficit estructural del 2,1 % del PIB (0,9 % en 2009). Esta evolución positiva fue consecuencia de un incremento de los ingresos en un 28,4 % en términos reales (dado el favorable desempeño de los ingresos provenientes del cobre), y de los gastos, en un 7 %. En febrero, la agencia de calificación crediticia Fitch elevó un escalón la calificación de la deuda soberana chilena en moneda extranjera. Las buenas perspectivas de inversión en la economía chilena también se vieron reflejadas en la inversión extranjera directa recibida, que superó los 15 mm de dólares en 2010 (equivalentes al 7,5 % del PIB).

En Colombia la actividad se contrajo un 0,5% en tasa trimestral en el tercer trimestre, y se expandió un 1,9% en el cuarto, destacando en este último trimestre la evolución favorable de la inversión (con un crecimiento del 10,2% en tasa interanual), lo que, junto con un avance del consumo cercano al 5%, explica el dinamismo de la demanda interna. Sin embargo, el mayor crecimiento de la economía a final de año viene explicado fundamentalmente por la reducción de la aportación negativa del sector externo (que pasó a restar 2,2 pp al crecimiento), consecuencia tanto de un menor crecimiento de las importaciones como del mayor dinamismo de las exportaciones. En el conjunto de 2010, la economía creció un 4,3%. Adicionalmente, se produjo una revisión significativa al alza de los datos de contabilidad nacional desde 2008, que en el caso del PIB supusieron ocho décimas en la tasa de crecimiento para 2008 (hasta el 3,5%) y siete décimas para 2009 (hasta el 1,5%). El crecimiento mayor al esperado en el cuarto trimestre y esta revisión al alza han llevado a cambiar las estimaciones sobre la brecha de producción y permiten entender mejor el inicio del ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales que comenzó en la reunión de febrero y prosiguió en las de marzo y abril (con tres subidas de 25 pb), en un contexto en el que la inflación, aunque fue aumentando progresivamente, se situó en el 3,2% en marzo, solo dos décimas por encima del objetivo de inflación del banco central. Tanto las cuentas públicas como la balanza comercial en 2010 presentaron registros similares a los del año anterior. En el ámbito del sector exterior, en el cuarto trimestre el déficit de la cuenta corriente, reflejo del déficit de rentas, fue ampliamente cubierto con las entradas de flujos financieros, tanto de inversión extranjera de largo plazo —que fue, no obstante, menor que en trimestres precedentes— como de las inversiones de corto plazo. Para afrontar las presiones alcistas sobre el peso, el banco central mantuvo su política de acumulación de reservas —20 millones diarios— y anunció que la prolongaría hasta junio. Por otra parte, en noviembre adoptó diversas medidas para reducir la entrada de dólares en el país y tratar de aumentar su demanda por parte del sector privado⁵. Cabe destacar que Standard & Poor's mejoró la calificación crediticia de la deuda soberana colombiana en moneda extranjera hasta asignarle «grado de inversión». Por último, Colombia ha indicado su intención de renovar por dos años la línea de crédito flexible con el FMI que vence en mayo.

En Perú, el PIB siguió creciendo a tasas muy elevadas en la segunda mitad del año (3,1% y 2,4% en tasa intertrimestral en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente). En tasa interanual, el crecimiento se mantuvo por encima del 9%, destacando el crecimiento de la demanda interna (14,2% en el segundo semestre del año, aunque con una ligera desaceleración en el cuarto trimestre). Dentro de esta, es notable la fortaleza de la inversión, que, aun desacelerándose, creció un 22,6% en tasa interanual en el cuarto trimestre, y destaca también la aceleración progresiva del consumo privado. La aportación negativa de la demanda externa durante el segundo semestre fue de casi 5 pp, como consecuencia de que las exportaciones, aunque se mostraron más dinámicas, presentaron tasas de crecimiento muy inferiores a las de las importaciones. En el conjunto de 2010, el PIB creció un 8,8% (0,9% en 2009), y las estimaciones apuntan a que se habría cerrado la brecha de producción. La tasa de inflación se mantuvo en los últimos meses cercana al objetivo del 2% del banco central, aunque el dato de marzo supuso un cierto repunte (2,7%). En este contexto, el banco central reinició en enero el ciclo de subidas de tipos de interés oficiales (cuatro subidas de 25 pb, hasta situarlos en abril en el 4%). Adicionalmente, siguieron aumentando los requerimientos de encaje. Asimismo, el Gobierno anunció dos series de rebajas de los

5. No monetización a pesos de recursos en dólares del Estado como dividendos de la empresa pública Ecopetrol y emisiones de deuda en dólares ya realizadas, eliminación de la desgravación fiscal de los pagos de intereses sobre deuda externa del impuesto sobre la renta, salvo empresas financieras o de financiación al comercio, y reducción de aranceles a la importación sobre un número amplio de bienes intermedios y bienes de equipo, entre otras medidas.

aranceles de productos importados, una de carácter temporal (en febrero) y otra permanente (en enero). En esta misma dirección se aprobó un proyecto de ley para reducir tanto el impuesto general de ventas en un punto porcentual (hasta el 18%) como el impuesto de transacciones financieras (desde el 0,05 % hasta el 0,005 %). En abril se anunció un recorte sobre el gasto presupuestado para 2011 equivalente al 0,3 % del PIB y la consolidación de los ahorros del sector público en el fondo de estabilización, que se duplicaría en 2011 (3,3 % del PIB). En 2010, el sector público no financiero registró un superávit primario (0,6 % del PIB, frente al -0,6 % registrado en 2009) como consecuencia de un mayor crecimiento de los ingresos (con un incremento cercano al 20%) que de los gastos (10,7%). En 2010, la cuenta corriente registró un déficit equivalente al 1,5 % sobre el PIB (superávit del 0,2 % en 2009). El superávit comercial aumentó respecto al año anterior, situándose en el 4,4 % del PIB (gracias al aumento de un 18,2 % en los términos de intercambio), pero fue más que contrarrestado por un mayor déficit en la cuenta de rentas, ligado a los beneficios de las empresas no residentes y al déficit en la cuenta de servicios. Por el lado de la cuenta financiera, destaca el hecho de que cerca del 75 % de las entradas de flujos de capitales durante 2010 tuvieron carácter de largo plazo (inversión extranjera directa o préstamos de largo plazo). El tipo de cambio del nuevo sol frente al dólar se mantuvo estable alrededor de 2,80, aunque en febrero el banco central realizó una serie de compras de dólares discrecionales para frenar las presiones a la apreciación y en abril intervino en sentido contrario para moderar la volatilidad en el entorno de las elecciones presidenciales.

En el cuarto trimestre de 2010 Venezuela registró, por primera vez desde el primer trimestre de 2009, una tasa de crecimiento interanual positiva (0,6 %). Sin embargo, las tasas trimestrales muestran una contracción de la actividad en el segundo semestre del año (el PIB no creció en el tercer trimestre y cayó un 0,5 % en el cuarto). En el conjunto de 2010 la caída del PIB se situó en el 1,4 % (frente al descenso del 3,3 % en 2009). En el segundo semestre del año destaca la aportación negativa de la demanda externa (6,6 pp), dado que a la continuación de la caída de las exportaciones se unió el avance de las importaciones, ligado al crecimiento ligeramente positivo del consumo privado y, especialmente, a la fortaleza del consumo público. La demanda interna creció casi un 6 % en tasa interanual en la segunda mitad del año, pero fundamentalmente por la acumulación de existencias. Los indicadores de mayor frecuencia han mostrado señales de cierto debilitamiento del consumo privado a principios de 2011, aunque el crédito al consumo retomó tasas interanuales positivas en los últimos meses, si bien muy por debajo de la inflación. En cuanto al sector público, en el año 2010 se registró un mayor crecimiento nominal de los ingresos que de los gastos, lo que se reflejó en una disminución de los déficits financiero y primario. La evolución de los precios siguió siendo preocupante: desde junio, la tasa de inflación se ha mantenido siempre por encima del 25 % y está situada actualmente muy cerca del 30 %. El incremento reciente se ha debido, principalmente, al aumento de los precios de los alimentos, derivado de la elevación internacional de los precios de las materias primas y de la unificación del tipo de cambio de las importaciones preferentes decretada en enero (en un país donde más del 90 % de la cesta de consumo se importa). En enero comenzó a funcionar la unificación del sistema de tipos de cambio duales, ancla nominal de la economía, con una devaluación del tipo preferencial que se aplicaba a medicinas, alimentos, equipos de investigación y pago de la deuda externa de 2,6 bolívares por dólar a 4,3 bolívares por dólar. Igualmente, se anunció que las transacciones del SITME (mercado paralelo manejado por el banco central) se realizarán a un tipo máximo de 5,3 bolívares por dólar, con lo que este mercado se ha convertido, de hecho, en el segundo tipo de cambio oficial del país. Conviene destacar, además, que durante los últimos meses el monto de negociación en este mercado se ha reducido notablemente, con lo que se ha incrementado la escasez de divisas en la economía a través de los circuitos oficiales. El superávit de la cuenta corriente se situó en 2010 cercano al 7 % del

PIB, frente al 2,6 % registrado en 2009, explicándose este aumento por las mayores exportaciones de petróleo. Se registró una inversión extranjera directa por valor de 151 millones de dólares en el cuarto trimestre del año, el primer dato positivo desde el tercer trimestre de 2008, aunque en el conjunto del año se produjeron salidas por un valor de 1.400 millones de dólares. La cuenta financiera (más los errores y omisiones) presentó un déficit algo superior a los 22 mm de dólares (cerca de un 11 % del PIB). Todo ello llevó a una pérdida de reservas internacionales ligeramente superior a los 8 mm de dólares.

2.5.2011.

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

Introducción

El número de nuevas disposiciones de carácter financiero promulgadas durante el primer trimestre de 2011 ha sido relativamente reducido en relación con períodos anteriores.

El Banco Central Europeo (BCE) ha modificado el régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

El Banco de España ha realizado algunos cambios en los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema para adaptarlos a la normativa del BCE.

Se ha publicado la Ley de Economía Sostenible, que exige mayor transparencia a las entidades financieras e introduce una serie de mejoras en la supervisión financiera y en la protección de los usuarios de servicios financieros. En el área de las entidades de crédito, se ha establecido una serie de medidas para el reforzamiento del sistema financiero, en especial para reforzar su nivel de solvencia.

En el campo del mercado de valores se han publicado cinco disposiciones: las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2011 y para el enero de 2012; una serie de modificaciones en la normativa de solvencia de las empresas de servicios de inversión (ESI); la adaptación de las operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva (IIC) a la doctrina comunitaria; un nuevo reglamento de los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, y ciertas modificaciones en los convenios de promoción de fondos de titulización de activos.

Finalmente, en el ámbito europeo, se han actualizado las medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

Sistema Europeo de Bancos Centrales: modificación del régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera

Se ha publicado la *Orientación BCE/2010/20, de 11 de noviembre* (DOUE de 9 de febrero), que sustituye y deroga a la Orientación BCE/2006/16, de 10 de noviembre¹, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Se realizan ciertas modificaciones en los criterios de valoración del balance. Concretamente, la revalorización de las tenencias de los derechos especiales de giro (DEG)², incluidas las tenencias de divisas individuales designadas para la cesta del DEG. La revalorización deberá tratarse como una única tenencia, mientras que las de las tenencias de la moneda extranjera, incluidas las operaciones reflejadas en el balance y fuera de balance, continúan efectuándose divisa por divisa.

Se introduce la cobertura del riesgo de tipos de interés de los valores mediante derivados, que consiste en la designación de un derivado cuya variación de su valor razonable compense la variación esperada del valor razonable del valor cubierto ante variaciones de tipos de interés.

1. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006», *Boletín Económico*, enero 2007, Banco de España, p. 95. **2.** El DEG es el activo internacional de reserva remunerado creado por el FMI en 1969 para complementar otros activos de reserva de los países miembros.

En general, los instrumentos cubiertos y los derivados de cobertura se tratarán conforme a las disposiciones generales, las normas de valoración, las normas de reconocimiento de ingresos y los requisitos específicos de cada instrumento que se establecen en la Orientación.

No obstante, la Orientación establece un tratamiento alternativo de valoración si se cumplen ciertos requisitos. Consiste en que el instrumento y su derivado de cobertura se reflejen a sus precios de mercado en el balance al final de cada trimestre, estableciéndose un método de valoración asimétrica para las pérdidas o las ganancias no realizadas: la pérdida neta no realizada se llevará a la cuenta de pérdidas y ganancias al final del ejercicio, siendo recomendable que se amortice a lo largo de la vida residual del instrumento cubierto, mientras que la ganancia neta no realizada se anotará en una cuenta de revalorización y se cancelará en la fecha de la siguiente revalorización.

En caso de que se interrumpa la contabilidad de la cobertura, el valor y el derivado que hayan permanecido en las cuentas de la entidad informadora se valorarán como instrumentos independientes, conforme a las normas generales establecidas en la Orientación.

También se establece el sistema de cobertura para grupos de valores con tipos de interés similares. Así, podrán agregarse y cubrirse en grupo solo si se cumplen los requisitos siguientes: a) los valores tienen una duración similar; b) el grupo de valores cumple la prueba de eficacia prospectiva y retrospectivamente, y c) se espera que la variación del valor razonable atribuible al riesgo cubierto de cada valor del grupo sea aproximadamente proporcional a la variación total del valor razonable atribuible al riesgo cubierto del grupo de valores.

La Orientación entró en vigor el 31 de diciembre.

**Banco de España:
modificación
de las cláusulas generales
aplicables
a las operaciones
de política monetaria**

Se han publicado la *Resolución de 6 de octubre de 2010* y la *Resolución de 29 de diciembre de 2010* (ambas publicadas en el BOE del 12 de enero), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que modifican la de 11 de diciembre de 1998³, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, para adoptar las orientaciones BCE/2010/13, de 16 de septiembre, y BCE/2010/30, de 13 de diciembre⁴, que modificaron la Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

**NOVEDADES DE LA RESOLUCIÓN
DE 6 DE OCTUBRE**

En la cláusula general II, «ámbito de aplicación», se establece la posibilidad de que el BCE, en circunstancias excepcionales, pueda realizar directamente con las entidades que hubiera seleccionado no solo operaciones bilaterales de ajuste, sino también operaciones estructurales⁵ y compraventas simples⁶.

En la cláusula general IV, «condiciones básicas de las operaciones de política monetaria», se actualizan las funciones de las entidades de contrapartida. Así, deberán estar en todo momento en situación de: 1) transferir una cantidad suficiente de activos elegibles, o de efectivo, para liquidar (en la fecha de liquidación), o garantizar, hasta el vencimiento de la operación mediante los correspondientes ajustes de los márgenes de garantía, el importe adjudicado en una subasta en una operación de inyección de liquidez; 2) entregar una cantidad suficiente de efectivo para liquidar el importe que se le ha adjudicado en una subasta en una operación de

3. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», *Boletín Económico*, enero 1999, Banco de España, pp. 65-69. 4. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010», *Boletín Económico*, enero 2011, Banco de España, pp. 154-156. 5. Las operaciones de carácter estructural consisten en la colocación de emisiones de certificados de deuda del BCE, operaciones temporales y compraventas simples (compras o ventas). 6. Transacción por la cual el BCE compra o vende al contado o a plazo activos a vencimiento en el mercado.

absorción de liquidez, y 3) entregar el importe de activos de garantía o de efectivo acordado para liquidar las transacciones ejecutadas mediante operaciones bilaterales, o para garantizar una operación bilateral pendiente en cualquier momento hasta su vencimiento mediante los correspondientes ajustes de los márgenes de garantía⁷.

En la cláusula general V, «procedimientos aplicables a las operaciones de política monetaria», se introducen ciertas modificaciones de orden técnico en los procedimientos de las subastas, relacionados con la entrega de una cantidad suficiente de activos elegibles, o de efectivo, para liquidar las operaciones.

En la cláusula general VI, «activos de garantía», se añade una nueva excepción en las normas de utilización de los activos de garantía emitidos por otra entidad con la que tengan vínculos estrechos: son los *bonos garantizados estructurados que cuentan con la garantía de un préstamo para la adquisición de vivienda*. Es decir, ciertos bonos garantizados de los que la Comisión Europea no ha declarado que cumplen los criterios aplicables a OICVM, pero que satisfacen todos los criterios aplicables por el Eurosystema a los bonos de titulización respecto a los criterios de selección de activos y al sistema de evaluación del crédito y que cumplen con determinados criterios adicionales especificados por el Banco de España.

En la cláusula general VII, «supuestos de incumplimiento», se actualizan determinados supuestos en los que se considera que la entidad de contrapartida ha incumplido las disposiciones establecidas por el Banco de España; concretamente, en relación con las subastas, con las operaciones bilaterales y sobre la utilización de activos de garantía.

En relación con las subastas, se considera que la entidad de contrapartida ha incumplido sus obligaciones cuando no transfiera una cantidad suficiente de activos de garantía o de efectivo (cuando proceda en lo que se refiere al ajuste de los márgenes) para liquidar en las fechas de liquidación, o para garantizar, hasta la fecha de vencimiento de la operación mediante los ajustes correspondientes, el importe adjudicado en una operación de inyección de liquidez, o si no transfiere una cantidad de efectivo suficiente para liquidar el importe adjudicado en el caso de operaciones de absorción de liquidez⁸.

Respecto a las operaciones bilaterales, se considera que la entidad ha incumplido sus obligaciones cuando no transfiera una cantidad suficiente de activos de garantía o una cantidad suficiente de efectivo para liquidar el importe acordado en la operación, o si no garantiza una operación bilateral pendiente en cualquier momento hasta la fecha de su vencimiento mediante el ajuste de los márgenes correspondientes⁹.

Finalmente, en lo referente a la utilización de los activos, se considera que la entidad ha incumplido sus obligaciones cuando haya facilitado información que perjudique el valor del activo de garantía, como información acerca del saldo vivo de derechos de crédito utilizados que resulte ser falsa u obsoleta.

7. Antes, solo se contemplaba la obligación de cubrir el importe adjudicado a ellas en las operaciones de subasta por una cantidad de activos elegibles suficiente, y de entregar el importe de activos de garantía acordado para liquidar las transacciones ejecutadas mediante operaciones bilaterales. 8. Se considerará, singularmente, que la entidad de contrapartida ha incumplido las disposiciones establecidas por el Banco de España en relación con las subastas cuando dicha entidad de contrapartida no disponga de suficientes activos de garantía para liquidar sus pujas adjudicadas, o no haya realizado un depósito en efectivo suficiente en el caso de operaciones de absorción de liquidez. 9. Asimismo, se considerará, en particular, que la entidad de contrapartida ha incumplido las disposiciones establecidas por el Banco de España en relación con las operaciones bilaterales cuando dicha entidad de contrapartida no sea capaz de aportar activos de garantía suficientes o no disponga de saldo efectivo suficiente para liquidar la cantidad acordada en la operación.

La Resolución es aplicable desde el pasado 10 de octubre.

NOVEDADES DE LA RESOLUCIÓN
DE 29 DE DICIEMBRE

El único cambio se introduce en la cláusula general VI, «activos de garantía», conforme establece la Orientación BCE/2010/30. En este sentido, se añade una nueva excepción a que las entidades de contrapartida presenten activos de garantía emitidos por otra entidad con la que tengan vínculos estrechos que son los *bonos garantizados que tienen como activos de garantía hipotecas comerciales*. De forma similar al epígrafe anterior, son ciertos bonos garantizados de los que la Comisión Europea no ha declarado que cumplen los criterios aplicables a OICVM, pero que satisfacen todos los criterios aplicables por el Euro-sistema a los bonos de titulización respecto a los criterios de selección de activos y al sistema de evaluación del crédito y que cumplen con determinados criterios adicionales especificados por el Banco de España.

La Resolución es aplicable desde el 1 de febrero.

**Ley de Economía
Sostenible**

Se ha publicado la Ley 2/2011, de 4 de marzo (BOE del 5), de economía sostenible. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados:

TRANSPARENCIA EN RELACIÓN
CON LAS REMUNERACIONES
DE CONSEJEROS Y ALTOS
DIRECTIVOS, Y GOBIERNO
CORPORATIVO

Como transposición de la Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre¹⁰, se exige a las entidades de crédito, a las ESI y a las sociedades anónimas cotizadas incrementar la transparencia en relación con la remuneración de sus consejeros y altos directivos, así como sobre sus políticas de retribuciones, de forma que sean coherentes con una gestión del riesgo prudente y eficaz.

Las entidades de crédito y las ESI deberán incluir, dentro de las normas de gobierno, políticas y prácticas de remuneración coherentes con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva. En el mismo sentido, se autoriza a las autoridades supervisoras respectivas (Banco de España y CNMV) para que puedan requerir a las entidades que limiten las remuneraciones variables cuando sean incoherentes con el mantenimiento de una base sólida de capital.

Adicionalmente, se atribuye al Banco de España la facultad de publicar guías indicando los criterios o procedimientos que considera adecuados para garantizar que las prácticas de remuneración derivan en unos incentivos de asunción de riesgos compatibles con una adecuada gestión del riesgo. Dichas guías podrán incluir los criterios que el propio Banco de España seguirá en el ejercicio de sus actividades de supervisión.

Finalmente, junto con el informe anual de gobierno corporativo, las sociedades anónimas cotizadas deberán elaborar un *informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros*, que incluirá un resumen de la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las remuneraciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros. Esta obligación se establece también para las cajas de ahorros, afectando el aludido detalle de remuneraciones individuales a los miembros del Consejo de Administración y de la Comisión de Control.

MEJORA DE LA SUPERVISIÓN
FINANCIERA

Se amplían las facultades y el régimen de supervisión de las autoridades supervisoras¹¹. Así, en la medida en que sea necesario para el eficaz ejercicio de sus funciones, las personas o entidades que presten cualquier tipo de servicio profesional a las entidades supervisadas estarán obligadas a facilitar cuantos datos e informaciones les sean requeridos de conformidad con lo dispuesto, en su caso, en la normativa específica que regule su profesión o actividad.

10. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010», *Boletín Económico*, enero 2011, Banco de España, pp. 175-177. **11.** El Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Además, se recoge con mayor claridad normativa la existencia de un deber de colaboración con las autoridades supervisoras por parte de los organismos de cualquier Administración Pública; las cámaras y corporaciones, colegios, consejos de colegios y asociaciones profesionales; las demás entidades públicas y quienes, en general, ejerzan funciones públicas, los cuales estarán obligados a colaborar y suministrar a las citadas autoridades cuantos datos, documentos, registros, informes y antecedentes resulten necesarios para el ejercicio de su labor supervisora.

También se promueve la comunicación entre el supervisor y las entidades por medios electrónicos, a cuyo fin estas quedan obligadas a habilitar los medios técnicos que sean requeridos.

Se amplía la casuística de las infracciones, tipificando adecuadamente el incumplimiento de los nuevos mandatos contenidos en la Ley; así, cabe reseñar la no adopción de las medidas requeridas para el reforzamiento o modificación de sus procedimientos de control interno, contables o de valoración; la no existencia de mecanismos o estrategias para la tenencia de una estructura organizativa o de recursos adecuados, cuando con ello se ponga en riesgo su solvencia o viabilidad, y la ausencia o mal funcionamiento de los departamentos o servicios de atención al cliente. Además, se incrementan las sanciones económicas, en especial para las infracciones graves y muy graves.

PROTECCIÓN DE LOS USUARIOS DE SERVICIOS FINANCIEROS

Por un lado, la Ley recoge diversos mandatos relativos a las políticas de concesión de créditos y a la información que se ha de facilitar al consumidor bancario (de depósitos y/o créditos), en aproximación a la filosofía que para los servicios de inversión se introdujo en el ordenamiento español a partir de la transposición de la «Directiva MiFID»¹².

En esta línea, las entidades de crédito facilitarán a los consumidores, de manera accesible y, en especial, a través de la oportuna información precontractual, las explicaciones adecuadas para que puedan evaluar si los productos bancarios que les ofrecen —en particular, los depósitos a plazo y los créditos o préstamos hipotecarios o personales— se ajustan a sus intereses, necesidades y a su situación financiera, haciendo especial referencia a las características esenciales de dichos productos y a los efectos específicos que puedan tener sobre el consumidor, en especial las consecuencias en caso de impago.

En relación con los contratos de crédito o préstamo, las entidades de crédito deberán evaluar la solvencia del potencial prestatario, sobre la base de una información suficiente. Para la evaluación de dicha solvencia tendrán en cuenta las normas específicas sobre gestión de riesgos y control interno que les son aplicables según su legislación específica. Adicionalmente, las entidades de crédito llevarán a cabo prácticas para la concesión responsable de préstamos y créditos a los consumidores. Dichas prácticas se recogerán en documento escrito del que se dará cuenta en una nota de la memoria anual de actividades de la entidad.

Se faculta al ministro de Economía y Hacienda para que, en el plazo de seis meses desde la entrada en vigor de esta Ley, apruebe las normas necesarias para garantizar el adecuado nivel de protección de los usuarios de servicios financieros en sus relaciones con las entidades de crédito, incluyendo, en todo caso, las medidas relacionadas con la transparencia de las condiciones financieras de los préstamos y créditos hipotecarios y del crédito al consumo.

Estas normas podrán tener el contenido siguiente:

12. Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2004», *Boletín Económico*, julio-agosto 2004, Banco de España, pp. 130-134.

- a) Prácticas para la concesión responsable de préstamos o créditos, incluyendo aquellas que favorezcan, entre otros aspectos, una adecuada atención a los ingresos de los consumidores en relación con los compromisos que adquieran al recibir un préstamo; una adecuada valoración independiente de las garantías inmobiliarias que aseguren los préstamos, de forma que se contemplen mecanismos que eviten las influencias indebidas de la propia entidad o de sus filiales; la consideración de diferentes escenarios de evolución de los tipos en los préstamos a interés variable, las posibilidades de cobertura frente a tales variaciones, y todo ello teniendo en cuenta además el uso o no de índices oficiales de referencia; la obtención y documentación apropiada de datos relevantes del solicitante; la información precontractual y asistencia apropiadas para el consumidor, y el respeto de las normas de protección de datos.
- b) Normas sobre la prestación a los consumidores de los restantes servicios bancarios distintos de los de inversión, en especial respecto a la contratación de depósitos y a las comunicaciones que permitan el seguimiento de las operaciones realizadas por dichos clientes.
- c) La información precontractual que debe facilitarse a los consumidores antes de que formalicen sus relaciones contractuales con las entidades, incluyendo las que deben figurar en las páginas electrónicas de la entidad cuando se ofrezcan servicios por esa vía o por otras de comercialización a distancia, todo ello para asegurar que aquella refleje de forma explícita y con la necesaria claridad los elementos más relevantes de los productos contratados.

Cabe comentar que, anteriormente, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, estableció un procedimiento de resolución de reclamaciones que partía de la existencia de sendos comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros (banca, valores y seguros), cuya figura y procedimiento de actuación fueron desarrollados mediante el RD 303/2004, de 20 de febrero («Reglamento de los comisionados»).

No obstante, este diseño no ha sido aplicado plenamente, ya que no llegaron a nombrarse a tales comisionados, sin perjuicio de lo cual los servicios de reclamaciones (incluidos en las respectivas organizaciones de los supervisores sectoriales) han seguido funcionando, aplicando las normas procedimentales del indicado Reglamento, a salvo la presencia de los nunca designados comisionados.

Para reordenar la situación, y ajustarla a la realidad práctica, se derogan las normas relativas a los extintos comisionados, y se prevé que el ministro de Economía y Hacienda desarrollará, en lo que aún resulte procedente, el procedimiento de presentación de reclamaciones.

Dando continuidad a la práctica actual, los servicios de reclamaciones del Banco de España, de la CNMV y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones continuarán funcionando bajo el principio de ventanilla única, debiendo remitir al que le corresponda las reclamaciones que no sean de su competencia. Además de las funciones establecidas (atender las quejas y reclamaciones que presenten los usuarios de servicios financieros), resolverán las consultas que les formulen sobre las normas aplicables en materia de transparencia y protección a la clientela, así como sobre los cauces legales existentes para el ejercicio de sus derechos.

trámites y aumentar la protección de los ahorradores y los tomadores de seguros. En concreto, la norma pretende asegurar el cumplimiento de las siguientes finalidades:

- a) Una mayor transparencia y eficiencia en la gestión de las entidades aseguradoras.
- b) La simplificación y agilización de los trámites y procedimientos administrativos de autorización y registro de los fondos de pensiones.
- c) La racionalización en la asignación de recursos propios exigibles a las entidades gestoras de fondos de pensiones, mejorando su eficiencia y manteniendo un nivel suficiente y adecuado a su actividad.
- d) La protección de los ahorradores y de los tomadores de seguros y demás usuarios de los servicios prestados por las entidades aseguradoras, así como el reforzamiento de la seguridad jurídica en la comercialización de los planes de pensiones.
- e) Un mayor desarrollo y transparencia en la mediación de seguros y reaseguros.

Respecto al impacto de las novedades en lo que a las entidades de crédito se refiere, cabe destacar: i) la previsión expresa relativa a la posibilidad de ordenar la inspección de las entidades depositarias de fondos de pensiones (que, según la legislación vigente, son siempre entidades de crédito con domicilio en España), informando de la orden de inspección al supervisor (Banco de España), así como ii) la regulación de la actividad de comercialización de planes de pensiones del sistema individual (actividad que corresponde a la gestora), que podrá delegarse en entidades de crédito y otras entidades financieras, entre otros, dejando para el desarrollo reglamentario los requisitos mínimos de tal delegación.

Además, en cuanto que la regulación sobre planes y fondos de pensiones puede afectar desde el punto de vista disciplinario también a entidades de crédito (en su faceta de depositarias, y ahora también de comercializadoras), se establece que, si el infractor es una entidad de crédito o cargos de administración o dirección de la misma, para la imposición de la sanción será preceptivo el informe del Banco de España.

OTRAS DISPOSICIONES

Se permite que los saldos del fondo de reserva obligatorio de las cooperativas de crédito, que se hubieran transformado en otra entidad de crédito, puedan integrarse en el capital social de la entidad resultante de la transformación durante el ejercicio 2011.

Respecto a las relaciones entre la Comisión Nacional de la Competencia y los órganos reguladores sectoriales¹³, se recoge como novedad que los informes de solicitud obligatoria entre estas autoridades —según lo previsto en la legislación sobre competencia vigente— tendrán para la autoridad que los pide carácter «determinante», de modo que solo podrán disentir de su contenido de forma expresamente motivada (hasta ahora eran no vinculantes).

En relación con el ámbito de la protección de datos, se recoge que las informaciones y datos requeridos por los supervisores financieros se encuentran al amparo de la Ley 15/1999, de 13 de diciembre, de protección de datos de carácter personal, es decir, que no se aplica a aquellos, respecto a los datos que se han de recabar en el ejercicio de sus funciones, la regla general de que los datos de carácter personal solo pueden ser cedidos con el previo consentimiento del afectado.

13. Los de carácter financiero son el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

La Ley entró en vigor el 6 de marzo, salvo ciertas disposiciones concernientes a los seguros privados, que lo harán a partir del 1 de enero de 2013.

**Medidas para
el reforzamiento
del sistema financiero**

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero* (BOE del 19), para el reforzamiento del sistema financiero. Tiene un doble objetivo: por un lado, reforzar el nivel de solvencia de las entidades de crédito, mediante una mayor exigencia del capital de máxima calidad. Por otro, acelerar la fase final de los procesos de reestructuración de las entidades, especialmente las cajas de ahorros, a través del marco creado por el *Real Decreto Ley 11/2010*, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros.

Las medidas contempladas se articulan en dos grandes bloques: el reforzamiento de la solvencia de las entidades, y la adaptación del FROB como instrumento público para facilitar la nueva capitalización exigida.

**REFORZAMIENTO
DE LA SOLVENCIA DE
LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

En relación con la normativa actual de solvencia, se endurecen los requisitos de capital de las entidades de crédito, en línea con los nuevos estándares internacionales de capital fijados en los denominados «acuerdos de Basilea III¹⁴», que se empezarán a aplicar en la Unión Europea a partir de 2013.

Capital principal

Se introduce la definición de capital principal, en línea con el denominado *common equity tier 1* previsto en Basilea III con ciertas diferencias, y se procede al establecimiento de un mínimo de dicho capital con relación a los activos ponderados por riesgo.

Los elementos que integran el capital principal de las entidades de crédito son:

- a) El capital social, excluidas las acciones rescatables y sin voto; los fondos fundacionales y las cuotas participativas de las cajas de ahorros; las aportaciones al capital social de las cooperativas de crédito. Se excluirán las acciones o valores computables que se hallen en poder de la entidad o de cualquier entidad consolidable.
- b) Las primas de emisión desembolsadas en la suscripción de acciones ordinarias o de otros instrumentos previstos en la letra anterior.
- c) Las reservas efectivas y expresas, así como los elementos que se clasifican como reservas de acuerdo con la normativa sobre recursos propios de las entidades de crédito y los resultados positivos del ejercicio.
- d) Los ajustes positivos por valoración de activos financieros disponibles para la venta que formen parte del patrimonio, netos de efectos fiscales.
- e) Las participaciones representativas de los intereses minoritarios que correspondan a acciones ordinarias de las sociedades del grupo consolidable.
- f) Los instrumentos computables suscritos por el FROB en el marco de su normativa reguladora.
- g) Transitoriamente, también se podrán integrar los instrumentos obligatoriamente convertibles en acciones antes del 31 de diciembre de 2014 y que cumplan

14. Los acuerdos adoptados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision*) sobre el diseño general de las reformas de la regulación del capital y liquidez.

ciertos requisitos que garanticen una alta capacidad de absorción de pérdidas, y no podrán representar más del 25 % del capital principal.

Del resultado de la suma anterior se deducirán:

- 1) los resultados negativos de ejercicios anteriores, que se contabilizan como saldo deudor de la cuenta de reservas (pérdidas acumuladas), y las pérdidas del ejercicio corriente, incluido el importe de los resultados del ejercicio (pérdida) atribuidos a la minoría, así como los saldos deudores de las cuentas del patrimonio neto asimilados a resultados negativos. A estos efectos, los ajustes negativos por valoración de activos financieros disponibles para la venta se considerarán netos de efectos fiscales, y
- 2) los activos inmateriales, incluido el fondo de comercio procedente de combinaciones de negocio, de consolidación o de la aplicación del método de la participación. El valor de dichos activos se calculará conforme a lo dispuesto por el Banco de España.

Coeficiente de solvencia sobre el capital principal

Las entidades de crédito deberán contar con un capital principal de, al menos, el 8 % de sus exposiciones totales ponderadas por riesgo¹⁵. Este requerimiento será del 10 % para aquellas entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital a terceros por, al menos, un 20 % del mismo, y que, además, presenten un coeficiente de financiación mayorista superior al 20 % (dicho coeficiente se comenta en el epígrafe siguiente).

Adicionalmente, se prevé que el Banco de España pueda exigir el cumplimiento de un nivel de capital principal superior si la entidad no alcanza en el escenario más adverso de una prueba de resistencia del conjunto del sistema el nivel de recursos propios mínimos exigido en dicha prueba.

Coeficiente de financiación mayorista

La *CBE 2/2011, de 4 de marzo* (BOE de 5 marzo), ha definido lo que se entiende por coeficiente de financiación mayorista (a efectos de lo dispuesto en el Real Decreto Ley 2/2011), que es la relación existente entre la financiación mayorista neta de activos líquidos disponibles y el crédito a la clientela.

La *financiación mayorista* se compone, fundamentalmente, de la suma algebraica de los siguientes conceptos:

- Los depósitos de bancos centrales, donde se incluirá la financiación otorgada por los bancos centrales del SEBC.
- Los depósitos de entidades de crédito, con ciertas excepciones.
- Los depósitos mayoristas, siempre que no se trate de saldos operativos, formalizados en la entidad por Administraciones Públicas, grandes empresas no financieras y otras instituciones financieras que no pertenezcan al grupo económico de la entidad.
- Débitos representados por valores negociables mayoristas, donde se computarán las emisiones de valores (incluidas las subordinadas) realizadas por la

¹⁵. Calculadas de conformidad con lo previsto en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, y en su normativa de desarrollo.

entidad, excluyendo la autocartera, los colocados a la clientela minorista a través de la red, los asociados a activos titulizados o los que figuren en poder de entidades del grupo.

- Depósitos subordinados, salvo que el prestamista sea una entidad del mismo grupo económico de la entidad.

De la suma anterior hay que deducir los activos líquidos disponibles, integrados por los saldos en caja y depósitos en bancos centrales, los depósitos en entidades de crédito, los valores representativos de deuda líquidos y los instrumentos de capital cotizados.

El crédito a la clientela es todo el crédito, cualquiera que sea su instrumentación, concedido a terceros que no sean bancos centrales ni entidades de crédito, con excepción de las adquisiciones temporales de activos que sean valores representativos de deuda o instrumentos de capital computables como activos líquidos, y de los saldos de los créditos titulizados y no retenidos por la propia entidad.

Salvo ciertas excepciones, las entidades de crédito individuales y los grupos consolidables de entidades de crédito vendrán obligados a remitir semestralmente al Banco de España el estado que se incluye como anexo de la Circular. No obstante, se les podrá eximir de su presentación a ciertas entidades que se encuentren en determinadas circunstancias detalladas en la norma.

El primer estado se remitirá antes del 31 de marzo con los datos correspondientes a la situación existente al pasado 31 de diciembre.

Plazos progresivos de entrada en vigor de los requisitos de solvencia

Los nuevos requerimientos entrarán en vigor el 10 de marzo de 2011. No obstante, para aquellas entidades que a dicha fecha no alcancen el nivel requerido de capital principal se ha diseñado una *estrategia progresiva de cumplimiento*. Así, tendrán 15 días hábiles para comunicar al Banco de España la estrategia y el calendario de adaptación a los nuevos requisitos de capitalización en que se concretarán las medidas que las entidades proyecten emplear para el cumplimiento de los citados requisitos antes del 30 de septiembre de 2011.

Dicha estrategia podrá contemplar la captación de recursos de terceros y la salida a bolsa de las entidades, y deberá ser aprobada por el Banco de España, que podrá, asimismo, exigir modificaciones o medidas adicionales. En atención a los plazos previsibles que los trámites requeridos para estas estrategias puedan implicar, el Banco de España podrá autorizar un aplazamiento de hasta tres meses sobre la fecha anterior (hasta el 31 de diciembre de 2011) y, si la estrategia contempla la captación de recursos de terceros y la salida a bolsa de las entidades, el Banco de España podrá prorrogar, excepcionalmente, el plazo de cumplimiento hasta el 31 de marzo de 2012.

En el supuesto de que a la entidad no le quede otra opción para alcanzar el nivel requerido de capital principal que solicitar apoyo financiero a través del FROB, lo indicará en la estrategia de cumplimiento, en cuyo caso dispondrá del plazo de un mes para presentar un *plan de re-capitalización*, cuyo procedimiento se comentará en el epígrafe siguiente.

Una vez completado el período transitorio y cuando las entidades hayan alcanzado las nuevas exigencias de capital principal, se aplicará un colchón de conservación de capital, por el cual el incumplimiento coyuntural de hasta un 20 % de la ratio de capital principal exigido determinará la imposición por parte del Banco de España de restricciones que podrán afectar

al reparto de dividendos, a la dotación a la obra benéfico social, a la retribución de las participaciones preferentes, a las retribuciones variables de administradores y directivos, y a la recompra de acciones.

Para la verificación del cumplimiento de los requisitos de capital principal a 10 de marzo se tomará la cifra de activos ponderados por riesgo correspondiente a 31 de diciembre de 2010. Para verificaciones posteriores durante el año 2011, la cifra de activos ponderados por riesgo que se considere no podrá ser inferior a la correspondiente a 31 de diciembre de 2010.

No obstante, esa cifra podría ser ajustada mediante operaciones de carácter extraordinario que consistan en ventas en firme de redes de sucursales, de participaciones de carácter estratégico o de una cartera de créditos o de activos reales, así como por el efecto que puedan tener las variaciones metodológicas en el cálculo de los requerimientos de recursos propios que cuenten con la preceptiva autorización del Banco de España.

A partir del 31 de diciembre de 2011, y en lo sucesivo, se considerarán las cifras de activos ponderados por riesgo que correspondan en cada momento de acuerdo con la normativa de recursos propios aplicables a las entidades de crédito.

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DEL FROB

Se amplían las funciones del FROB para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades sin necesidad de que automáticamente vaya aparejado un proceso de integración como estaba previsto en el Real Decreto Ley 9/2009. Así, podrá adoptar medidas de apoyo financiero tales como la adquisición de acciones ordinarias representativas del capital social o aportaciones al capital social de las entidades que necesiten reforzar sus recursos propios, y que así lo soliciten.

La adquisición de títulos por parte del FROB estará condicionada a la elaboración por la entidad del citado plan de recapitalización, que deberá ser aprobado por el Banco de España. En el mismo debe incluir un plan de negocio en el que se fijen objetivos relativos a la eficiencia, rentabilidad, niveles de apalancamiento y liquidez, y la asunción de ciertos compromisos relacionados, por ejemplo, con la reducción de sus costes estructurales, la mejora de su gobierno corporativo y compromisos de incrementar la financiación a pymes en términos que sean compatibles con los objetivos establecidos en su plan de negocio. También se les podrán exigir compromisos adicionales para preservar una utilización eficiente de los recursos públicos.

El precio de adquisición de las acciones o aportaciones al capital social se fijará conforme al valor económico de la entidad, que será determinado por uno o varios expertos independientes que serán designados por el FROB, a través de un procedimiento que desarrollará este organismo siguiendo las metodologías comúnmente aceptadas y atendiendo al valor de mercado.

La adquisición de títulos por parte del FROB determinará, a su vez, su incorporación al órgano de administración de la entidad emisora de los títulos en proporción al porcentaje de participación de la entidad, al objeto de garantizar el cumplimiento adecuado del plan de recapitalización.

La presencia del FROB en el capital de las entidades es temporal, ya que se establece que su desinversión se realizará a través de procedimientos que aseguren la competencia dentro de un plazo no superior a los cinco años, a contar desde la fecha de su suscripción.

Sin perjuicio de lo anterior, se prevé que el FROB podrá concurrir, junto con alguno o algunos de los socios o accionistas de la entidad de crédito en cuestión, a los eventuales procesos de

venta de títulos, en los mismos términos que estos puedan concertar. Así, en el plazo máximo de un año desde la fecha de compra, el FROB podrá revender los títulos suscritos a las entidades emisoras o a terceros inversores propuestos por ellas, según condiciones de mercado y siempre que el precio de venta proporcione una rentabilidad de mercado apropiada a la inversión realizada. Este plazo podrá ser de dos años, en cuyo caso se podrá exigir a las entidades solicitantes compromisos adicionales a los previstos dentro de su plan de recapitalización.

Para el caso particular de las cooperativas de crédito, se aplica el régimen previsto en el Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, para los procesos de integración, mediante la adquisición por parte del FROB de participaciones preferentes convertibles en aportaciones al capital social de dichas cooperativas que necesiten reforzar sus recursos propios con el fin exclusivo de llevar a cabo entre sí dichos procesos, y así lo soliciten.

Si la entidad que solicita el apoyo financiero es una caja de ahorros, esta tendrá un plazo máximo de tres meses desde la fecha en que se les notifique la aprobación del plan de recapitalización para el traspaso de la totalidad de su actividad financiera a una entidad bancaria, bien para ejercer indirectamente su actividad financiera manteniendo su figura jurídica de caja¹⁶, o bien traspasando todo el patrimonio afecto a su actividad financiera a otra entidad de crédito a cambio de acciones de esta última, y se transformará en una fundación de carácter especial, perdiendo su condición de entidad de crédito¹⁷.

Si la entidad solicitante fuera un banco participado conjuntamente por cajas de ahorros (modelo SIP), aquellas deberán traspasar en el mismo plazo máximo de tres meses toda su actividad financiera al banco y ejercer su actividad de forma indirecta o transformándose en fundación de carácter especial.

Finalmente, se introduce una serie de modificaciones en el régimen jurídico del FROB. Respecto al gobierno del FROB, la principal modificación es la relativa a la composición de la Comisión Rectora, que estará integrada a partir de ahora por nueve miembros nombrados por la ministra de Economía y Hacienda, de los cuales dos lo serán en representación del Ministerio de Economía y Hacienda —uno de ellos de la Secretaría de Estado de Hacienda y Presupuestos y otro de la Secretaría de Estado de Economía—, cuatro lo serán a propuesta del Banco de España y tres en representación de los Fondos de Garantía de Depósitos (FGD).

EXCEPCIONES Y PARTICULARIDADES DEL REAL DECRETO LEY

Los bancos y las cooperativas de crédito de nueva creación surgidas a raíz del traspaso de la actividad financiera de una o de varias entidades de crédito no estarán sujetos a las limitaciones temporales establecidas para la actividad de nuevos bancos¹⁸.

Por otro lado, como ya se contemplaba en el Real Decreto Ley 9/2009, si como consecuencia de procesos de reestructuración o integración de entidades que se realicen con apoyo financiero del FROB o del FGD se alcanzara el control de una sociedad cotizada, no se estará obligado a formular una OPA en los términos previstos en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y en su normativa de desarrollo.

Las entidades de crédito participadas mayoritariamente por otra entidad de crédito de distinta naturaleza jurídica se adherirán al FGD al que pertenezca esta última. El Ministerio de Eco-

16. Véase artículo 5 del Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros. **17.** Véase artículo 6 del Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros. **18.** Dichas limitaciones están recogidas en el Real Decreto 1245/1995, 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito.

nomía y Hacienda podrá establecer otros supuestos en los que, por razón de sus características específicas o por su dependencia económica, una entidad de crédito deba adherirse a un fondo de garantía de depósitos distinto al que le corresponda por su naturaleza jurídica.

MEDIDAS DE CARÁCTER FISCAL

Se contempla una serie de medidas de carácter fiscal dirigidas a asegurar la neutralidad en los procesos de reestructuración del sistema financiero.

Las principales cuestiones fiscales que se abordan son la inclusión de las entidades de crédito integradas en un SIP en el grupo de consolidación fiscal de la entidad central, la aplicación de créditos fiscales anteriores a la constitución del grupo fiscal, la segregación de todo el negocio financiero realizado por las cajas a favor de un banco y, finalmente, las operaciones intragrupo cuando la entidad bancaria deja de pertenecer al grupo fiscal.

Estas modificaciones puntuales tienen por objeto garantizar que el proceso de reestructuración del sector financiero se realice sin costes fiscales asociados al propio proceso, derivados de la imposibilidad de aplicar los créditos fiscales generados o por generar por las entidades de crédito integrantes del proceso y que serían plenamente aplicables en un proceso de fusión tradicional o derivados de la incorporación a la base imponible de los resultados intragrupo pendientes de tributación cuando se produce la salida del grupo fiscal de las entidades bancarias.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 20 de febrero, y la Circular lo hizo el 6 de marzo.

Deuda del Estado: condiciones de emisión durante 2011 y enero de 2012

La Ley 39/2010, de presupuestos generales del Estado para 2011¹⁹, autorizó al ministro de Economía y Hacienda para que incremente la deuda del Estado durante este año con la limitación de que el saldo vivo de la misma al final del ejercicio no supere el correspondiente saldo a 1 de enero de 2011 en más de 43.626 millones de euros.

Como viene siendo habitual en estas fechas, se han publicado la *Orden EHA/1/2011, de 10 de enero*, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2011 y enero de 2012 (BOE del 12), y las *resoluciones de 20 y de 24 de enero de 2011, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera* (BOE del 29 y del 28), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, y se publica el calendario de subastas para este ejercicio y el mes de enero siguiente.

En general, se mantienen los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes. Por tanto, se continúa emitiendo mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas²⁰) y mediante otros procedimientos. 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. Asimismo, se podrán realizar operaciones de venta simple o con pacto de recompra de valores de nuevas emisiones o ampliaciones de emisiones existentes que el Tesoro tenga en su cuenta de valores.

Además, se mantiene la posibilidad de excluir, a efectos del cálculo del precio y del tipo de interés medios ponderados, aquellas peticiones competitivas, tanto de letras como de bonos y obligaciones, que se consideren no representativas de la situación del mercado, para no distorsionar el resultado de las subastas.

19. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010», *Boletín Económico*, enero 2011, Banco de España, pp. 178-180. **20.** En las competitivas se indica el precio, expresado en tanto por ciento sobre el valor nominal, que se está dispuesto a pagar por la deuda o el tipo de interés en tanto por ciento que se solicita, mientras que en las no competitivas no se indica precio o tipo de interés.

Como en años anteriores, en la Resolución se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2011 y enero de 2012, 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.

Al igual que en 2010, se subastarán letras a tres, seis, doce y dieciocho meses de forma regular y con periodicidad mensual, manteniéndose la agrupación de las emisiones en vencimientos mensuales para facilitar su liquidez²¹. Las letras a dieciocho meses que se oferten en los meses impares tendrán el mismo vencimiento que las emitidas en el mes anterior, para facilitar un grado de liquidez suficiente a estas referencias desde su emisión.

Las subastas seguirán teniendo lugar el tercer martes de cada mes para las letras a doce y a dieciocho meses, y el martes siguiente para las de tres y seis meses. Los plazos de emisión pueden diferir de los señalados en el número de días necesario para facilitar la agrupación en un único vencimiento mensual, coincidiendo con la fecha de emisión de las letras a doce y a dieciocho meses para facilitar la reinversión.

En cuanto al resto de características, las subastas mantienen en su desarrollo y resolución la misma configuración que en 2010, incluida la presentación de las peticiones en términos de tipo de interés, tal como cotizan en los mercados secundarios, para facilitar con ello a los suscriptores la formulación de peticiones.

En las ofertas competitivas se indicarán el importe nominal y el tipo de interés que se solicita. El importe nominal mínimo sigue siendo de 1.000 euros, y se formularán, a partir de ese importe, en múltiplos enteros de esa cantidad. El precio de adjudicación será el equivalente al tipo de interés solicitado o al tipo de interés medio ponderado, según el resultado de la subasta²².

En las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo se mantiene, igualmente, en 1.000 euros, y las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros, no pudiendo exceder de un millón de euros el importe nominal conjunto de las ofertas no competitivas presentadas por un mismo postor en cada subasta, a excepción de ciertas entidades²³, cuyo límite máximo es de 300 millones de euros. Las peticiones tendrán como precio de adjudicación, en todos los casos, el precio equivalente al tipo de interés medio ponderado.

Por último, 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 en el ámbito de las letras del Tesoro, que se desarrollará según la normativa que regula dichas entidades.

21. En las emisiones de letras a plazos más cortos (tres o seis meses), el Tesoro utiliza las mismas referencias de identificación que las que utilizó en su día para las letras a más largo plazo (generalmente, las de dieciocho meses), con el fin de mantener el mismo número referencias en el mercado pero con un volumen mayor, y así conseguir que sean más líquidas. **22.** A partir de las peticiones competitivas aceptadas, se calcula el precio medio ponderado de la subasta, expresado en porcentaje del valor nominal y redondeado por exceso a tres decimales. El precio de adjudicación se determina de la siguiente forma: las peticiones realizadas al precio mínimo se adjudican a este precio; las peticiones entre el precio mínimo y el precio medio ponderado se adjudican al precio pujado; y las peticiones por encima del precio medio ponderado, junto con las no competitivas, pagarán el precio medio ponderado. **23.** El Fondo de Garantía Salarial, los fondos de garantía de depósitos en establecimientos bancarios, en cajas de ahorro y en cooperativas de crédito, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, el Fondo de Garantía de Inversiones, la Sociedad Estatal de Correos y Telégrafos y la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), o cualquier entidad pública o sociedad de titularidad pública que determine el Tesoro.

En la Resolución se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2011 y enero de 2012, 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. Los criterios y procedimientos de emisión son, básicamente, los vigentes en 2010.

Como novedad, el anuncio de los valores que se ponen en oferta pasa de tener periodicidad trimestral a mensual, con la finalidad de poder adaptar la emisión a las preferencias del mercado. Se efectuará, salvo excepciones, el primer jueves de cada mes, tras consulta con los creadores de mercado y coincidiendo con la fecha de la resolución de la subasta de bonos, comunicándose las referencias de obligaciones que se van a emitir en ese mes y las de bonos del mes siguiente. Por otra parte, como viene siendo habitual, el anuncio de los objetivos de emisión seguirá siendo el lunes previo a cada subasta.

El Tesoro podrá añadir nuevas referencias a las subastas o no emitir en alguno de los plazos que se hubiesen fijado en la comunicación mensual antes citada. También se podrán convocar subastas especiales adicionales a las ordinarias programadas.

Como en años anteriores, los plazos de emisión serán de tres y cinco años en bonos, y de diez, quince y treinta años en obligaciones. Asimismo, se reabrirán con la emisión de nuevos tramos referencias de emisiones realizadas con anterioridad, a fin de garantizar su liquidez y atender la demanda de los inversores en los distintos segmentos en que esta se produzca, incrementando con ello el volumen medio de las referencias en circulación. Las nuevas referencias devengarán el tipo de interés nominal que se determine en la Resolución por la que se disponga su emisión. También se contempla la posibilidad de emitir bonos y obligaciones referenciados a algún índice.

Al igual que el año anterior, las subastas se efectuarán, salvo excepciones, el primer jueves de cada mes para los bonos y el tercer jueves para las obligaciones, manteniendo en su desarrollo y resolución la misma configuración actual.

Se mantienen las peticiones competitivas y no competitivas en las mismas condiciones descritas para las letras. Finalmente, 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 en el ámbito de los bonos y obligaciones del Estado.

La Orden entró en vigor el 13 de enero, y las resoluciones, el 30 y el 29 de enero, respectivamente.

Empresas de servicios de inversión: modificación de la normativa de solvencia

Se ha publicado la Circular 1/2011, de 21 de enero, de la CNMV (BOE del 25), por la que se modifica la Circular 12/2008, de 30 de diciembre²⁴, sobre solvencia de las ESI y sus grupos consolidables, con el fin de transponer dos directivas comunitarias: la Directiva 2009/27/CE, de la Comisión, de 7 de abril, que modificó determinados anejos de la Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las disposiciones técnicas relativas a la gestión de riesgos, y la Directiva 2009/83/CE, de la Comisión, de 27 de julio, que modificó determinados anejos de 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, en lo que se refiere a las técnicas de gestión de riesgos.

Conforme a la Directiva 2009/27/CE, se precisan y se aclaran conceptos relacionados con el riesgo de posición y el riesgo de crédito de contraparte de determinados derivados de crédito, que se regularon en los anejos de la Directiva 2006/49/CE, y que fueron incorporados en la Circular 12/2008.

24. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2009», *Boletín Económico*, abril 2009, Banco de España, pp. 155-161.

Hasta ahora, las posiciones en derivados de crédito en las que la entidad había comprado protección se determinaban como la imagen reflejada del vendedor de protección, con la excepción de un bono con vinculación crediticia que no conlleva una posición corta en el emisor. Ahora se añade que, en el caso de los derivados de primer impago (*first to default*) y derivados de crédito de n-ésimo impago (*nth-to-default*), en lugar del principio de imagen reflejada, se aplicará un tratamiento específico, que se detalla en la Circular.

Por otro lado, se permite a las ESI decidir la inclusión sistemática, a efectos del cálculo de sus exigencias de recursos propios por riesgo de contraparte, de todos los derivados de crédito incluidos en la cartera de negociación que se hayan adquirido para cubrir posiciones de la cartera de negociación o de posiciones sujetas a riesgo de crédito y contraparte, siempre que la cobertura del riesgo de crédito se reconozca con arreglo a lo previsto en la Circular 12/2008.

Se precisa el límite del 20 % de reducción del riesgo por seguros y otros mecanismos de transferencia del riesgo en el cálculo de las exigencias de recursos propios por riesgo operacional antes del reconocimiento de las técnicas de reducción del riesgo.

En cuanto a las obligaciones de información del mercado —y, en concreto, dentro del informe sobre solvencia—, se hacen ciertas aclaraciones en lo referente al riesgo de la cartera de negociación y al riesgo operacional.

Respecto al riesgo de la cartera de negociación, además de la información establecida en la Circular 12/2008, las entidades deberán divulgar las medidas máxima, mínima y mediana diarias del valor en riesgo durante el período de referencia y la medida del valor en riesgo al cierre del período. También deberán hacer pública una comparación de las medidas diarias del valor en riesgo al cierre con las variaciones diarias del valor de la cartera al término del día hábil siguiente, junto con un análisis de cualquier rebasamiento importante durante el período de referencia.

En cuanto al riesgo operacional, a las entidades que utilicen métodos avanzados se les exige que, para el cálculo de sus requerimientos de recursos propios, deberán describir el uso de los seguros y otros mecanismos de transferencia del riesgo a efectos de reducción de dicho riesgo.

Además, se establece la obligación de publicar el informe sobre solvencia en la página web de la propia ESI o, en su caso, en la página web del grupo consolidable al que pertenezca.

La Circular recoge parcialmente el contenido de la Directiva 2009/83/CE, de la Comisión, en lo que puede resumirse como aclaraciones y precisiones de diferentes aspectos relacionados con las técnicas de reducción del riesgo de crédito. También introduce cambios relativos al riesgo operacional y a las obligaciones de información, estas últimas referentes a las materias modificadas y añadidas.

No se incorporan los cambios introducidos por las directivas sobre la determinación de las exigencias de recursos propios por riesgo de crédito basadas en métodos internos (IRB) y sobre el riesgo de crédito de las titulizaciones, al estar regulados dichos riesgos para las ESI y sus grupos por referencia a la CBE 3/2008, de 22 de mayo, sobre la determinación y control de los recursos propios mínimos²⁵ de las entidades de crédito.

25. La CBE 3/2008 ha sido modificada recientemente por la CBE 9/2010, de 22 de diciembre, para transponer las mismas dos directivas comunitarias que ahora también transpone la Circular 1/2011. En la CBE 9/2010 se matizaron, entre otros aspectos, las condiciones en las que se presume que ha existido una transferencia significativa del riesgo a terceros; y se introdujeron ciertas modificaciones para el cálculo del valor de exposición de las líneas de liquidez.

Por otra parte, la norma introduce algunos cambios provenientes de la experiencia adquirida con la aplicación práctica de la Circular 12/2008.

Dentro de las deducciones de los recursos propios, se incluyen los créditos fiscales que hayan activado las entidades, como consecuencia de pérdidas generadas en el ejercicio, que, a juicio de la CNMV, observen un deterioro significativo de los recursos propios computables o una dificultad para la recuperación de los mismos.

En el cálculo de los recursos propios necesarios en función del nivel de actividad, se hace una serie de precisiones en los gastos de estructura. Dentro de ellos, se establece que los gastos de personal podrían minorarse en la cuantía que corresponda a las retribuciones variables al personal, bajo ciertas condiciones²⁶, y previa aprobación de la CNMV.

En las exigencias de recursos propios por riesgo de crédito de contraparte, se precisan los contratos de naturaleza análoga a los instrumentos derivados, como son los contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), y los contratos financieros por diferencias, entre otros.

Finalmente, se añaden dos nuevas exclusiones en los límites a los grandes riesgos: 1) las posiciones mantenidas en fondos y sociedades de inversión colectiva de carácter financiero²⁷, así como en otros fondos o sociedades de inversión no armonizados que por sus características de diversificación puedan considerarse equivalentes a los anteriores, y 2) las cuentas a cobrar, netas de impuestos, derivadas de facturación de actividades ordinarias de las ESI durante el plazo de seis meses desde su registro contable.

La Circular entró en vigor el 26 de enero.

Instituciones de inversión colectiva: operaciones con instrumentos derivados

Se ha publicado la *Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV* (BOE del 11 de enero), sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC), que desarrolla la Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo²⁸, sobre operaciones de las IIC de carácter financiero en instrumentos derivados y por la que se aclaran determinados conceptos del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC²⁹.

Asimismo, incorpora los postulados de la Directiva 2010/43/UE, de la Comisión, de 1 de julio³⁰, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

La Circular se estructura en cuatro capítulos y una serie de disposiciones adicionales, transitorias y finales. El capítulo I recoge las definiciones de determinados conceptos, las normas generales para la determinación de los límites a la operativa con instrumentos derivados, así como requisitos específicos que deberán cumplir algunos instrumentos financieros, bien para ser considerados aptos, o bien para definir si incorporan o no un derivado implícito.

26. La citada reducción se podrá realizar solo cuando la verdadera naturaleza de dichas retribuciones no presente, en parte o en todo, un componente fijo de los gastos o compromisos asumidos con el personal. **27.** Deben estar autorizados de acuerdo con lo previsto en la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. **28.** Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2008», *Boletín Económico*, julio-agosto 2008, Banco de España, pp. 158-160. **29.** Aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. **30.** Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2010», *Boletín Económico*, octubre 2010, Banco de España, pp. 175-178.

El capítulo II consta de dos secciones, donde se detalla el contenido de las metodologías que la IIC podrá aplicar para la medición del límite por riesgo de mercado; en concreto, la del compromiso y la del valor en riesgo (o «VAR»). La IIC deberá asegurarse de que la que se aplique sea la más apropiada para la política de inversiones y de riesgos establecida en su folleto informativo, así como para la medición del riesgo en función de la complejidad de las inversiones y de las estrategias de gestión.

En la sección primera se detalla la metodología del compromiso, que es similar a la establecida por la Circular 3/1998 de la CNMV (denominada anteriormente metodología «estándar»), introduciéndose determinadas modificaciones en línea con los trabajos de Nivel 3 desarrollados en el seno del Comité de Reguladores Europeos de los Mercados de Valores (CESR)³¹.

En la sección segunda se desarrolla la metodología de VAR, admitiéndose dos alternativas de metodología: una basada en limitar el apalancamiento de la IIC a través del cálculo de un VAR relativo a un cartera de referencia (o *benchmark*), y otra basada en la determinación de un límite VAR en términos absolutos.

Adicionalmente, se establecen las condiciones cualitativas y cuantitativas precisas para la aplicación de la metodología VAR, así como otras pruebas y medidas de riesgo que deberán implantar para complementar dicha metodología.

Los capítulos III y IV establecen otra serie de normas relacionadas con el cómputo de los límites de contraparte, de diversificación, el marco aplicable para las IIC con objetivo concreto de rentabilidad y una enumeración de los criterios para la valoración de los instrumentos derivados y sus subyacentes.

Respecto a los límites de contraparte, se concretan los requisitos de solvencia exigidos en la Orden EHA 888/2008, así como un detalle de los saldos que deben tenerse en cuenta para su cómputo. Asimismo, se desarrolla el funcionamiento de las garantías recibidas por dicha operativa, destacando la ampliación en la gama de activos aptos (frente al efectivo, depósitos y deuda pública permitidos por la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV), así como la posibilidad de la reinversión de dichos activos para la generación de una rentabilidad adicional para la IIC.

En cuanto a los límites de diversificación, se aporta un mayor detalle de cómo se deben computar las posiciones bajo la metodología del compromiso y se establecen algunas reglas específicas de cómputo para determinados instrumentos financieros.

También se desarrolla el régimen aplicable para las IIC con objetivo concreto de rentabilidad, estableciéndose una definición detallada de las características que deben cumplir estas instituciones, así como el régimen que les sería aplicable en cuanto a la no valoración temporal de posiciones y a la superación de los límites establecidos en la normativa vigente, tanto para los que cuentan con una garantía otorgada por un tercero a la IIC como para los que no.

Además, se aporta una serie de pautas y criterios específicos que se deben tener en cuenta en la valoración de instrumentos derivados, bien en cuanto a posibles modelos generalmente aceptados, bien sobre los procedimientos y controles que deben tener establecidas las entidades para llevar a cabo una adecuada valoración de dichas inversiones.

31. Este organismo tiene como objetivo la concreción de las iniciativas de armonización de las metodologías de cómputo del riesgo de mercado iniciadas con la Recomendación de la Comisión Europea sobre la utilización de instrumentos derivados por las UCITS (2004/383/EC).

En las disposiciones adicionales, se introducen las siguientes novedades: 1) se modifican determinados modelos de información reservada que las IIC y las entidades gestoras deben remitir a la CNMV, y se incorporan tres nuevos modelos, dos para aquellas IIC que apliquen alguna de las metodologías VAR para el cómputo de la exposición global, y otro adicional de información auxiliar; 2) se establece un nuevo modelo para las SICAV índice cotizadas en la Circular 4/2008, de 11 de septiembre, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de las IIC; 3) se modifica el cómputo del límite de endeudamiento según se estableció en la Circular 6/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las IIC, para IIC tanto financieras como inmobiliarias; 4) se modifica la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la CNMV, sobre control interno de las sociedades gestoras de IIC y sociedades de inversión, para incluir procedimientos de selección de intermediarios cuando estos prestan el servicio de análisis, y 5) se modifica la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre IIC de inversión libre, de forma que se tengan en cuenta en el cálculo de los recursos exigibles de las SGIIC las comisiones obtenidas por gestión de IIC extranjeras que sean asimilables a las IIC de inversión libre nacionales.

La Circular entró en vigor el 12 de enero.

Mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados: nuevo reglamento

Mediante la *Resolución de 21 de diciembre de 2010, de la CNMV* (BOE del 5 de enero), se ha publicado el nuevo Reglamento del Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones (MEFF), conforme a la habilitación otorgada por el Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre³², por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados.

El nuevo Reglamento consta de nueve capítulos, y desarrolla los postulados establecidos en el Real Decreto 1282/2010.

El capítulo I recoge su ámbito de aplicación, en el que se reseña que el mercado estará regido y gestionado por MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados, SAU (MEFF), especificando sus funciones.

El capítulo II regula las condiciones de los miembros de MEFF³³: el acceso a dicha condición, sus derechos y sus obligaciones, sus diferentes clases, y los requisitos que deben cumplir en cada caso para acceder a dicha condición.

El capítulo III está dedicado a los clientes, regulando los requisitos para acceder a tal condición, sus derechos y obligaciones, así como el contenido mínimo de los contratos entre los miembros del mercado y los clientes.

Los capítulos IV y V hacen referencia a los contratos y a su negociación, los criterios generales de la negociación, la difusión de información sobre la negociación, y los casos en los que puede ser suspendida dicha negociación. Las condiciones generales de los contratos figuran en el anexo del Reglamento.

El capítulo VI recoge los diferentes registros: el registro contable, el registro central y el registro de detalle. La llevanza del primero corresponde a MEFF, que también llevará el registro central y, en su caso, junto con los Miembros Registradores, que llevarán el registro de detalle.

32. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010», *Boletín Económico*, enero 2011, Banco de España, pp. 167-169.

33. Podrán ser miembros, entre otras, las siguientes entidades: las empresas de servicios de inversión (ESI), que incluyen a las sociedades y agencias de valores, a las sociedades gestoras de carteras y a las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), y las entidades de crédito, tanto españolas como autorizadas en otros Estados miembros; la Administración General del Estado, a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera; la Tesorería General de la Seguridad Social, el Banco de España, así como aquellas otras personas que, a juicio de la sociedad rectora, se consideren idóneas.

En el capítulo VII se detallan las funciones de MEFF como contrapartida de todos los contratos que se negocien en el sistema de negociación del mercado, con ciertas excepciones. También se reflejan las garantías que pueden ser exigidas por MEFF para la cobertura de diferentes riesgos.

En el capítulo VIII se reflejan las causas de incumplimiento tanto de miembros del mercado como de clientes y las medidas que se deben adoptar en estos casos, que pueden llevar a la pérdida de su condición.

El capítulo IX se circunscribe a los órganos de supervisión y a las reclamaciones. Se crea la Comisión de Supervisión y Vigilancia, el Supervisor General del Mercado y los Supervisores del Mercado, que velarán por su buen funcionamiento. Finalmente, se establece el procedimiento para la resolución de las incidencias entre los miembros, y las reclamaciones de los miembros frente a MEFF y de los clientes frente a los miembros y a MEFF.

El Reglamento entró en vigor el 24 de enero.

Convenios de promoción de fondos de titulización de activos

Se ha publicado la *Orden PRE/627/2011, de 22 de marzo* (BOE del 25), que sustituye y deroga a la Orden PRE/3/2007, de 10 de enero³⁴, sobre los convenios de promoción de fondos de titulización de activos para favorecer la financiación empresarial.

La norma introduce las siguientes novedades:

Se atribuye al Tesoro la competencia para exigir una comisión a favor del Estado por la concesión del aval, cuya cuantía se fijará en función del valor nominal de los valores de renta fija avalados y su calificación crediticia previa a tomar en consideración la concesión del aval, y que deberá satisfacer la sociedad gestora del fondo de titulización de activos a cargo o por cuenta de dicho fondo. La comisión que, en su caso, se aplique para cada convocatoria se hará pública, con carácter previo a la apertura del plazo de presentación de solicitudes, mediante resolución de la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, a propuesta del Tesoro.

Se retrasa una quincena el plazo de presentación de las solicitudes para facilitar el cumplimiento del nuevo requisito de publicidad previa de la Comisión que, en su caso, se aplique para cada convocatoria.

Finalmente, se incorpora a la presidencia de la Comisión de Evaluación la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, a la que también se le habilita para la modificación de los modelos de los convenios.

La Orden entró en vigor el 26 de marzo.

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

Se ha publicado la *Directiva 2011/7/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero* (DOUE del 23), que sustituye y deroga a la Directiva 2000/35/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

En el cuadro 1 se hace una comparativa sucinta de ambas directivas.

³⁴ Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2007», *Boletín Económico*, abril 2007, Banco de España, pp. 155 y 156.

Directiva 2000/35/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio	Directiva 2011/7/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero
OPERACIONES ENTRE EMPRESAS	
El acreedor tiene derecho a percibir el interés de demora a partir del día siguiente a la fecha de pago o al término del plazo de pago que se fije en el contrato.	Sin cambios significativos.
Si no se fija la fecha o el plazo de pago, el acreedor tendrá derecho a un interés de demora a los 30 días del vencimiento de cualquiera de los plazos que marca la Directiva (recibo de factura, recepción de los bienes o de la prestación de los servicios, o comprobación de la conformidad de los bienes o los servicios).	Sin cambios significativos.
OPERACIONES ENTRE EMPRESAS Y EL SECTOR PÚBLICO	
No se contempla específicamente.	Se contemplan los mismos plazos que en las operaciones entre empresas.
OTRAS NOVEDADES	
El tipo de interés de demora es la suma del tipo de interés aplicado por el BCE a su más reciente operación principal de refinanciación efectuada antes del primer día natural del semestre de que se trate («tipo de referencia») más, como mínimo, 7 puntos porcentuales, salvo que se especificara otra cosa en el contrato.	El interés legal de demora es igual a la suma del tipo de referencia y, al menos, 8 puntos porcentuales. El tipo de referencia para los Estados miembros de la zona del euro puede ser cualquiera de los dos siguientes: a) el tipo de interés aplicado por el BCE a sus operaciones principales de refinanciación más recientes, o bien b) el tipo de interés marginal resultante de procedimientos de licitación a tipo variable para las operaciones principales de refinanciación del BCE más recientes.
No se contempla.	En los casos en que resulte exigible el interés de demora, el acreedor tendrá derecho a cobrar al deudor, como mínimo, una cantidad fija de 40 euros.
No se contempla.	El acreedor tendrá derecho a obtener del deudor una compensación razonable por todos los demás costes de cobro que superen la citada cantidad y que haya sufrido a causa de la morosidad.
No se contempla.	Se regulan las cláusulas y prácticas contractuales que pueden ser abusivas para el acreedor.

FUENTES: *Boletín Oficial del Estado* y Banco de España.

Se actualiza la definición del interés legal de demora que el acreedor tiene derecho a percibir por retraso del deudor en el pago de las operaciones comerciales. Dicho interés es igual a la suma del tipo de referencia y, al menos, 8 puntos porcentuales. El tipo de referencia para los Estados miembros de la zona del euro puede ser cualquiera de los dos siguientes: a) el tipo de interés aplicado por el BCE a sus operaciones principales de refinanciación más recientes, o bien b) el tipo de interés marginal resultante de procedimientos de licitación a tipo variable para las operaciones principales de refinanciación del BCE más recientes. Para el resto de los Estados miembros, el tipo equivalente establecido por sus bancos centrales nacionales³⁵.

En relación con la Directiva 2000/35/CE, ahora se hace una distinción específica de las operaciones comerciales entre empresas particulares, de aquellas otras en las que el deudor es un poder público.

35. Anteriormente, el tipo de interés de demora que el deudor estará obligado a pagar será la suma del tipo de interés aplicado por el BCE a su más reciente operación principal de refinanciación efectuada antes del primer día natural del semestre de que se trate («tipo de referencia») más, como mínimo, 7 puntos porcentuales («margen»), salvo que se especifique otra cosa en el contrato.

OPERACIONES ENTRE EMPRESAS Se mantiene el derecho que tiene el acreedor a percibir el interés de demora a partir del día siguiente a la fecha de pago o al término del plazo de pago que se fije en el contrato. Si no se fija la fecha o el plazo de pago, el acreedor tendrá derecho a un interés de demora al vencimiento de cualquiera de los plazos siguientes (indistintamente):

- a) 30 días naturales después de la fecha en que el deudor haya recibido la factura o una solicitud de pago equivalente o, en último término, 30 días naturales después de la fecha de recepción de los bienes o de la prestación de los servicios, si la fecha de recibo de la factura o de la solicitud de pago equivalente resultase dudosa.
- b) 30 días naturales después de la fecha de recepción de los bienes o de la prestación de los servicios, si el deudor recibe la factura o la solicitud de pago equivalente antes que los bienes o servicios.
- c) Si en el contrato se establece un procedimiento de aceptación o de comprobación de la conformidad de los bienes o los servicios, 30 días naturales después de dicha fecha, salvo acuerdo expreso en contrario recogido en el contrato, y siempre que no sea manifiestamente abusivo para el acreedor.

Finalmente, los Estados miembros deberán velar para que el plazo de pago fijado en el contrato no exceda de 60 días naturales, salvo acuerdo expreso en contrario recogido en el contrato, y siempre que no sea manifiestamente abusivo para el acreedor.

OPERACIONES ENTRE EMPRESAS Y EL SECTOR PÚBLICO Los Estados miembros velarán para que el plazo de pago en las operaciones en las que el deudor sea el sector público no supere ninguno de los plazos comentados en el epígrafe anterior para las operaciones entre empresas en los casos en que no se fija el plazo de pago (30 días naturales).

No obstante, lo podrán ampliar hasta un máximo de 60 días naturales cuando se trate de: a) organismos públicos que realicen actividades económicas de carácter industrial o mercantil y entreguen bienes o presten servicios en el mercado y que, en su calidad de empresas públicas, estén sujetos a los requisitos en materia de transparencia³⁶, o b) entidades públicas que presten servicios de asistencia sanitaria y que estén debidamente reconocidas para ello.

Asimismo, se asegurarán de que en los contratos no se fijen plazos de pago más largos, salvo acuerdo expreso en contrario recogido en el contrato y siempre que ello esté objetivamente justificado por la naturaleza o las características particulares del contrato y que, en ningún caso, excedan de 60 días naturales.

OTRAS NOVEDADES DE LA DIRECTIVA Se establece una serie de compensaciones para el acreedor por los posibles costes de cobro al deudor. Así, los Estados miembros se asegurarán de que, en los casos en que resulte exigible el interés de demora, el acreedor tenga derecho a cobrar al deudor, como mínimo, una cantidad fija de 40 euros, que será pagadera sin necesidad de recordatorio como compensación por los costes de cobro en que haya incurrido el acreedor.

Además, el acreedor tendrá derecho a obtener del deudor una compensación razonable por todos los demás costes de cobro que superen la citada cantidad y que haya sufrido a causa

36. Estos requisitos están recogidos en la Directiva 2006/111/CE, de la Comisión, de 16 de noviembre de 2006, relativa a la transparencia de las relaciones financieras entre los Estados miembros y las empresas públicas.

de la morosidad. Esta podría incluir, entre otros, los gastos que el acreedor haya debido sufragar para la contratación de un abogado o una agencia de gestión de cobro.

Por otro lado, se regulan las cláusulas y prácticas contractuales que pueden ser abusivas para el acreedor. En estos casos, los Estados miembros dispondrán que tales cláusulas o prácticas no sean aplicables o que puedan dar lugar a una reclamación por daños.

Los Estados miembros deberán transponer la Directiva a sus ordenamientos antes del 16 de marzo de 2013³⁷. Asimismo, decidirán si excluyen del ámbito de aplicación los contratos celebrados antes de esa fecha.

La Directiva entró en vigor el 15 de marzo.

5.4.2011.

37. En nuestro país, se ha transpuesto parcialmente la Directiva mediante la Ley 15/2010, de 5 de julio, de modificación de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

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

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

PRECIOS	5.1 Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100 33*
	5.2 Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100 34*
	5.3 Índice de precios industriales. España y zona del euro. Base 2005=100 35*
	5.4 Índices del valor unitario del comercio exterior de España 36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1 Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España 37*
	6.2 Estado. Operaciones financieras. España ¹ 38*
	6.3 Estado. Pasivos en circulación. España ¹ 39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1 Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente ¹ (BE) 40*
	7.2 Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE) 41*
	7.3 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones 42*
	7.4 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones 43*
	7.5 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial 44*
	7.6 Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE) 45*
	7.7 Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones ¹ (BE) 46*
	7.8 Activos de reserva de España ¹ (BE) 47*
	7.9 Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE) 48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1 Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE) 49*
	8.2 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 50*
	8.3 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE) 51*
	8.4 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 52*
	8.5 Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE) 53*
	8.6 Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE) 54*
	8.7 Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 55*
	8.8 Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE) 56*
	8.9 Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE) 57*
	8.10 Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE) 58*

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

	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*
TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD	9.1	Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 61*
	9.2	Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo ¹ (BE) 62*
	9.3	Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002) ¹ (BE) 63*
	9.4	Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64*
	9.5	Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65*

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

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

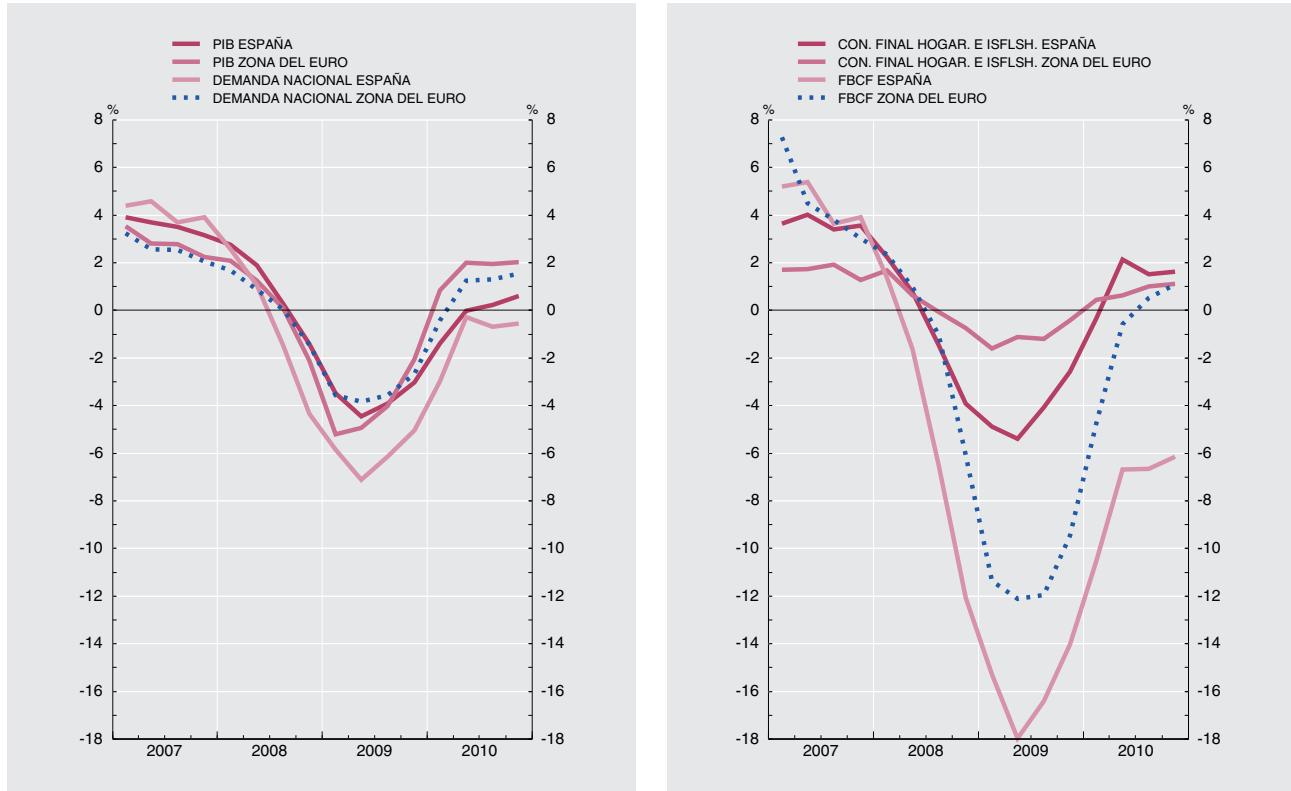
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
08	P	0,9	0,3	-0,6	0,4	5,8	2,3	-4,8	-0,9	-0,5	0,3	-1,1	0,7	-5,3	0,6	1 088	9 241
09	P	-3,7	-4,1	-4,2	-1,1	3,2	2,5	-16,0	-11,2	-6,0	-3,4	-11,6	-12,9	-17,8	-11,6	1 054	8 953
10	P	-0,1	1,7	1,2	0,8	-0,7	0,7	-7,6	-0,9	-1,1	0,9	10,3	10,9	5,4	9,0	1 063	9 180
08 /	P	2,8	2,1	2,2	1,7	5,2	1,8	1,4	2,3	2,6	1,7	4,2	5,3	3,4	4,4	272	2 317
//	P	1,9	1,2	0,8	0,6	5,7	2,3	-1,6	1,0	1,1	0,9	2,6	3,5	-0,2	2,7	273	2 322
///	P	0,3	0,1	-1,5	-0,1	6,0	2,4	-6,5	-1,0	-1,5	0,0	-3,4	0,7	-8,2	0,5	273	2 316
/V	P	-1,4	-2,1	-3,9	-0,7	6,4	2,6	-12,1	-6,1	-4,3	-1,4	-7,8	-6,5	-15,6	-5,0	270	2 287
09 /	P	-3,5	-5,2	-4,9	-1,6	5,9	2,8	-15,3	-11,4	-5,8	-3,6	-16,5	-16,4	-21,5	-12,8	266	2 233
//	P	-4,4	-4,9	-5,4	-1,1	4,4	2,7	-18,0	-12,1	-7,1	-3,8	-15,8	-16,6	-22,2	-14,4	263	2 231
///	P	-3,9	-4,0	-4,1	-1,2	2,7	2,7	-16,4	-11,9	-6,1	-3,6	-11,0	-13,3	-17,2	-12,5	262	2 242
/V	P	-3,0	-2,1	-2,6	-0,4	0,2	1,9	-14,0	-9,5	-5,0	-2,7	-2,1	-5,2	-9,2	-6,8	263	2 248
10 /	P	-1,4	0,8	-0,3	0,5	-1,1	1,1	-10,5	-4,7	-3,0	-0,4	9,4	7,0	2,0	3,6	264	2 262
//	P	-0,0	2,0	2,1	0,6	-0,1	0,6	-6,7	-0,6	-0,3	1,2	11,9	12,9	9,6	11,1	265	2 293
///	P	0,2	2,0	1,5	1,0	-0,7	0,5	-6,7	0,5	-0,7	1,3	9,4	12,3	5,0	10,8	266	2 310
/V	P	0,6	2,0	1,6	1,1	-0,9	0,6	-6,1	1,1	-0,6	1,5	10,5	11,6	5,3	10,7	268	2 316

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

■ Serie representada gráficamente



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

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3,75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

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

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

g. Miles de millones de euros.

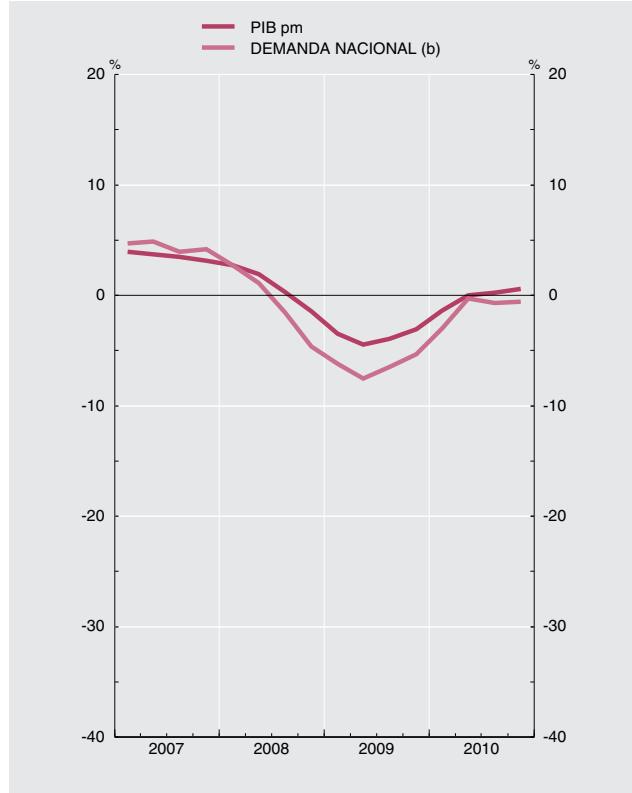
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

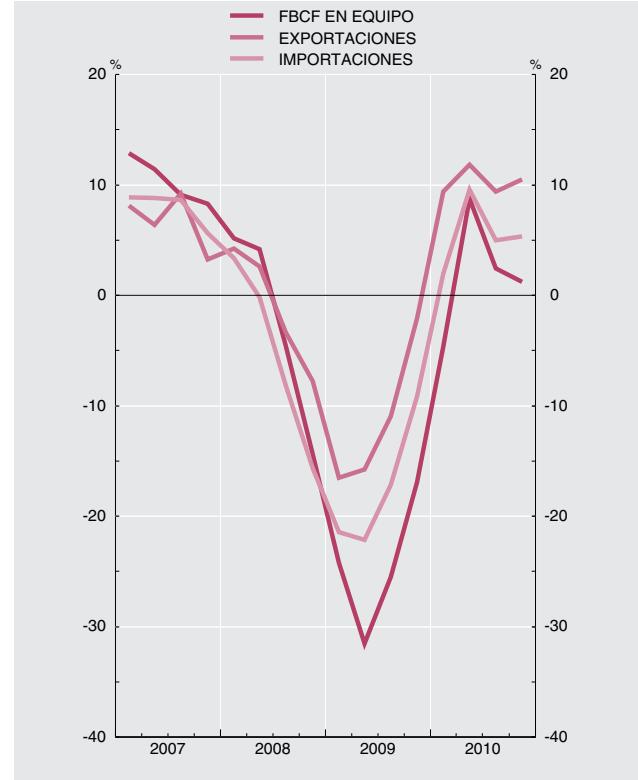
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



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

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

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

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

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

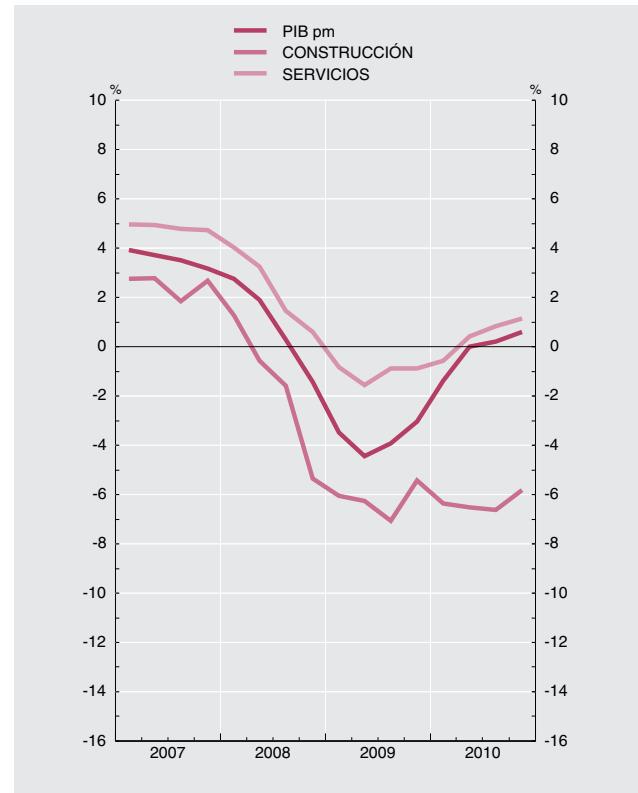
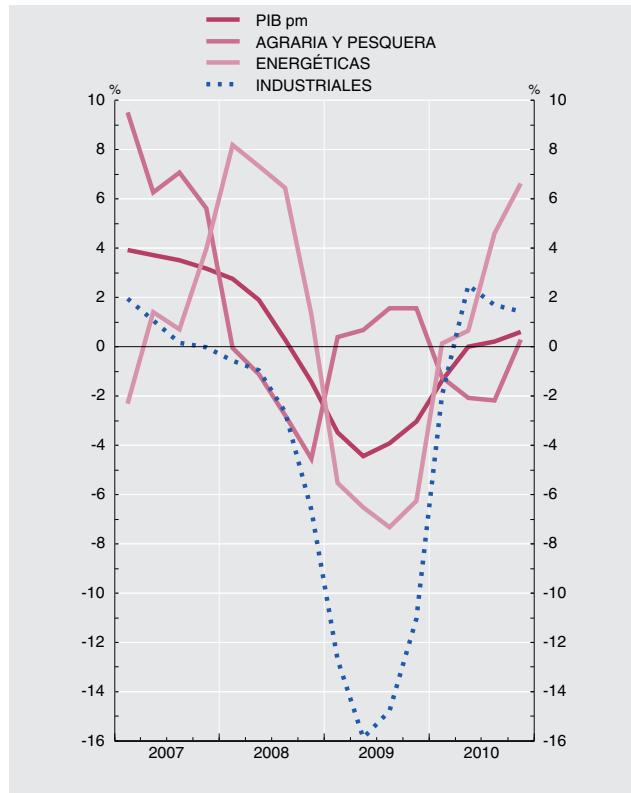
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	1	2	3	4	5	6	Ramas de los servicios			9	10	11			
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado						
08	P	0,9	-2,1	5,8	-2,7	-1,6	2,3	1,7	4,7	-1,3	-1,0	-0,7			
09	P	-3,7	1,0	-6,4	-13,6	-6,2	-1,0	-1,9	2,1	-5,0	-9,9	-7,4			
10	P	-0,1	-1,3	3,0	0,9	-6,3	0,5	0,4	0,8	-0,7	14,4	1,9			
08 I	P	2,8	-0,1	8,2	-0,6	1,3	4,0	3,6	5,4	0,6	4,4	0,3			
II	P	1,9	-1,1	7,3	-1,0	-0,6	3,3	2,6	5,6	-0,2	1,6	-0,6			
III	P	0,3	-2,8	6,4	-2,6	-1,6	1,5	0,7	4,3	-2,0	-3,1	-1,2			
IV	P	-1,4	-4,6	1,3	-6,6	-5,4	0,6	-0,2	3,6	-3,6	-6,7	-1,3			
09 I	P	-3,5	0,4	-5,5	-12,7	-6,1	-0,8	-1,8	2,5	-4,8	-10,6	-7,2			
II	P	-4,4	0,7	-6,5	-15,9	-6,3	-1,6	-2,6	2,2	-6,0	-12,3	-8,1			
III	P	-3,9	1,6	-7,3	-14,8	-7,1	-0,9	-1,7	2,0	-5,2	-10,7	-8,4			
IV	P	-3,0	1,6	-6,3	-11,0	-5,4	-0,9	-1,6	1,6	-4,0	-5,7	-6,1			
10 I	P	-1,4	-1,2	0,1	-2,0	-6,4	-0,6	-1,0	0,7	-2,1	3,1	0,6			
II	P	-0,0	-2,1	0,6	2,5	-6,5	0,4	0,3	0,9	-0,3	12,7	4,3			
III	P	0,2	-2,2	4,6	1,7	-6,6	0,8	0,9	0,7	-0,4	19,7	1,6			
IV	P	0,6	0,3	6,6	1,4	-5,8	1,1	1,3	0,7	-	22,7	1,1			

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



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

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

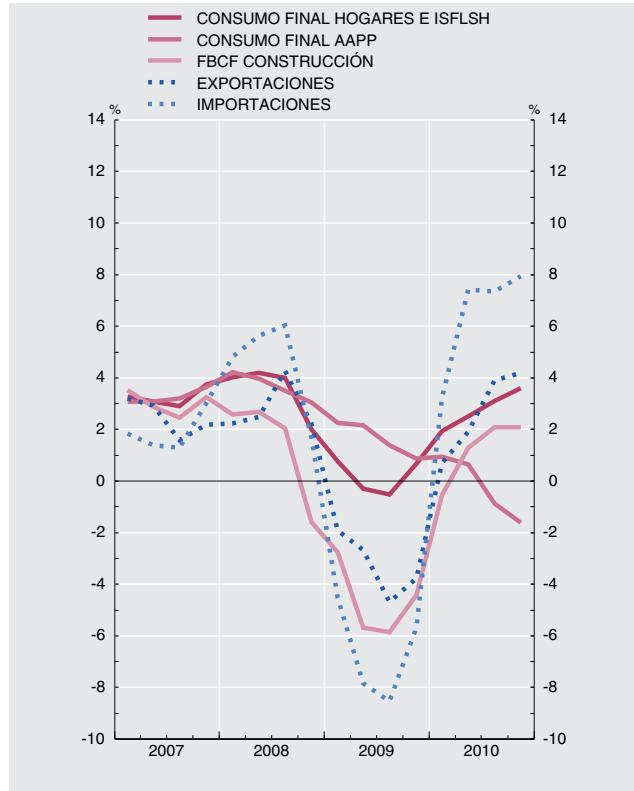
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

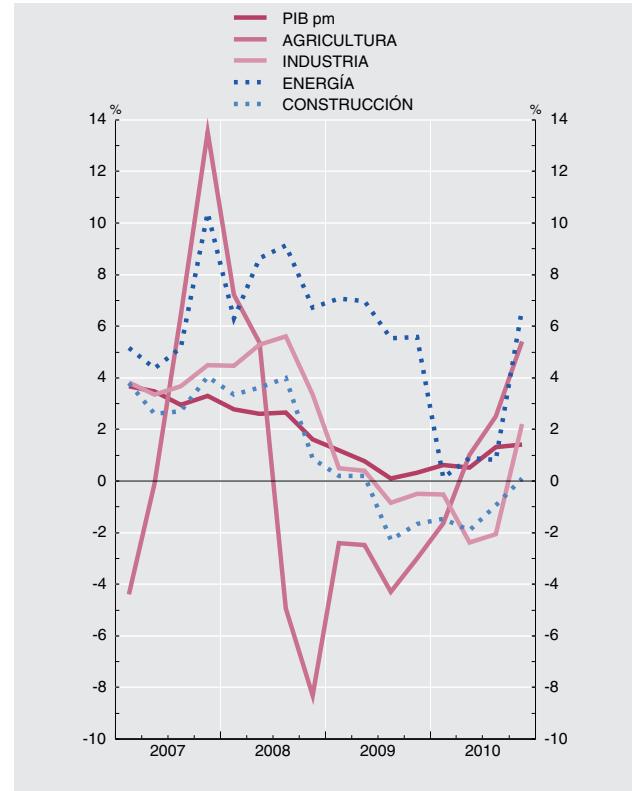
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



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

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

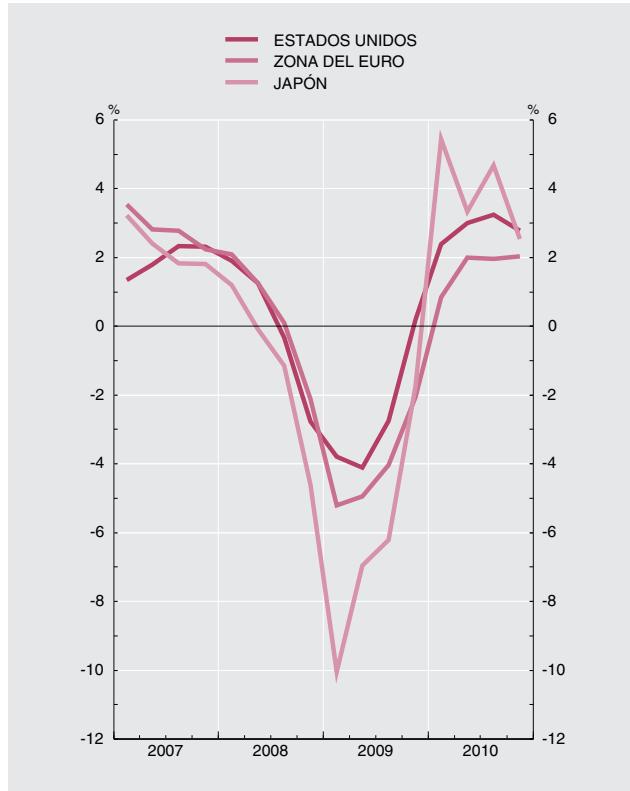
b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

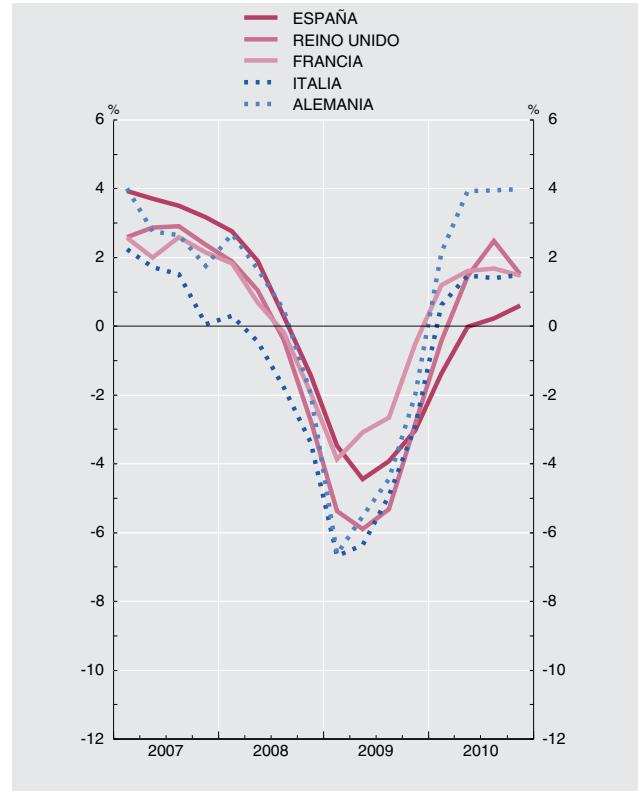
■ Serie representada gráficamente.

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

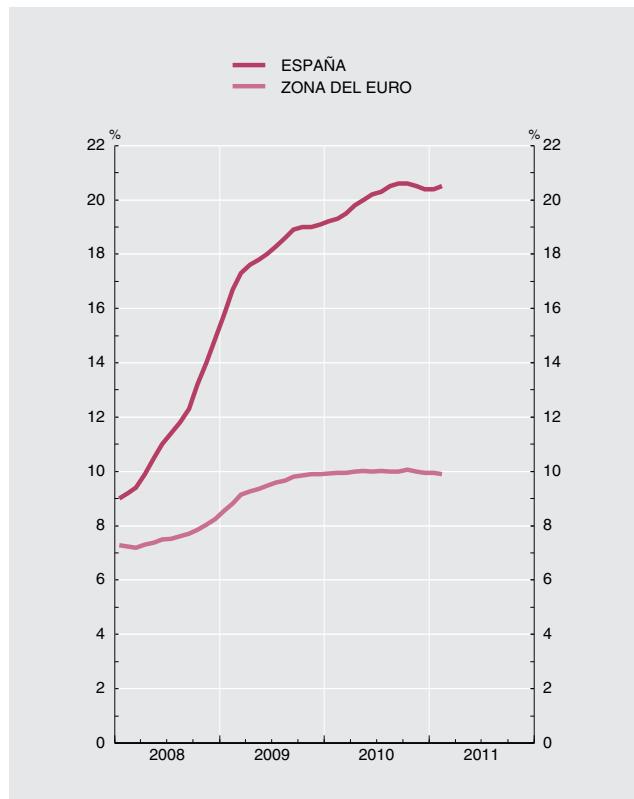
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

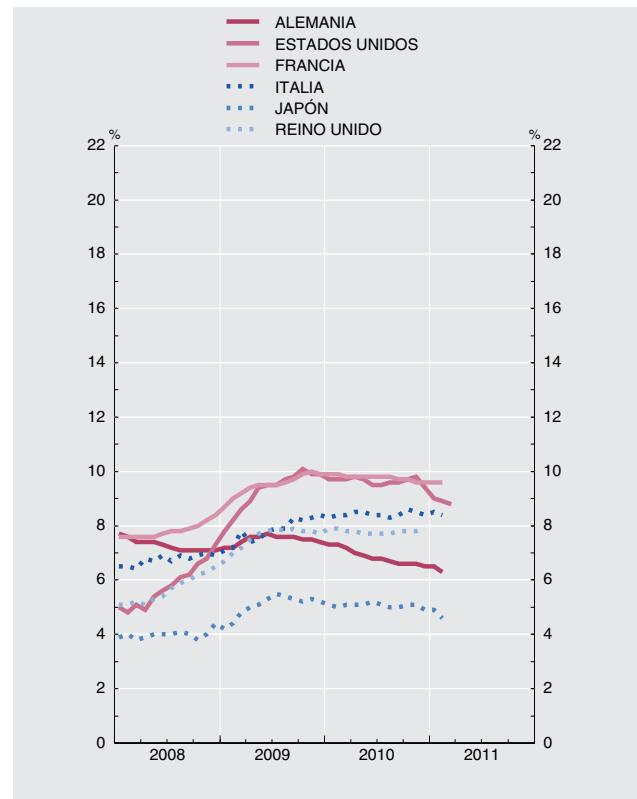
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 27	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	
09	8,3	8,9	9,5	7,5	18,0	9,3	9,5	7,8	5,1	7,6	
10	8,6	9,6	10,0	6,9	20,1	9,6	9,8	8,4	5,1	7,8	
11	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...
09 Sep	8,7	9,3	9,8	7,6	18,9	9,8	9,7	8,3	5,3	7,9	
Oct	8,8	9,4	9,9	7,5	19,0	10,1	9,9	8,2	5,2	7,8	
Nov	8,7	9,4	9,9	7,5	19,0	9,9	10,0	8,3	5,3	7,8	
Dic	8,7	9,5	9,9	7,4	19,1	9,9	9,9	8,4	5,2	7,7	
10 Ene	8,7	9,5	10,0	7,3	19,2	9,7	9,9	8,3	5,1	7,9	
Feb	8,7	9,6	10,0	7,3	19,3	9,7	9,9	8,4	5,0	7,9	
Mar	8,6	9,6	10,0	7,2	19,5	9,7	9,8	8,4	5,1	7,8	
Abr	8,7	9,6	10,0	7,0	19,8	9,8	9,8	8,5	5,1	7,8	
May	8,6	9,6	10,0	6,9	20,0	9,7	9,8	8,5	5,1	7,7	
Jun	8,5	9,6	10,0	6,8	20,2	9,5	9,8	8,4	5,2	7,7	
Jul	8,5	9,6	10,0	6,8	20,3	9,5	9,8	8,4	5,1	7,7	
Ago	8,5	9,6	10,0	6,7	20,5	9,6	9,8	8,3	5,0	7,7	
Sep	8,5	9,6	10,0	6,6	20,6	9,6	9,7	8,4	5,0	7,8	
Oct	8,6	9,6	10,1	6,6	20,6	9,7	9,7	8,6	5,1	7,8	
Nov	8,5	9,6	10,0	6,6	20,5	9,8	9,6	8,5	5,1	7,8	
Dic	8,4	9,6	10,0	6,5	20,4	9,4	9,6	8,4	4,9	7,9	
11 Ene	8,3	9,6	10,0	6,5	20,4	9,0	9,6	8,5	4,9	...	
Feb	8,2	9,5	9,9	6,3	20,5	8,9	9,6	8,4	4,6	...	

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

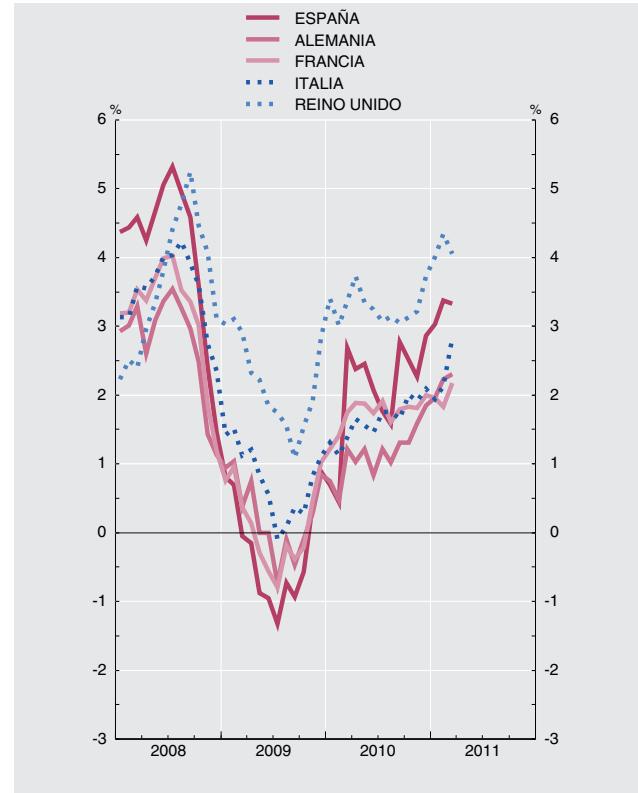
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 27	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	
08	3,7	3,7	3,3	2,8	4,1	3,8	3,2	3,5	1,4	3,6	
09	0,6	1,0	0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,1	0,8	-1,4	2,2	
10	1,9	2,1	1,6	1,2	2,0	1,6	1,7	1,6	-0,7	3,3	
09 Oct	0,3	0,5	-0,1	-0,1	-0,6	-0,2	-0,2	0,3	-2,5	1,5	
Nov	1,3	1,0	0,5	0,3	0,4	1,8	0,5	0,8	-1,9	1,9	
Dic	1,9	1,5	0,9	0,8	0,9	2,8	1,0	1,1	-1,7	2,8	
10 Ene	2,0	1,7	0,9	0,8	0,7	2,7	1,2	1,3	-1,3	3,4	
Feb	1,9	1,5	0,8	0,5	0,4	2,1	1,4	1,1	-1,1	3,0	
Mar	2,1	2,0	1,6	1,2	2,7	2,3	1,7	1,4	-1,1	3,4	
Abr	2,1	2,1	1,6	1,0	2,4	2,2	1,9	1,6	-1,2	3,7	
May	2,0	2,1	1,7	1,2	2,5	2,0	1,9	1,6	-0,9	3,3	
Jun	1,5	1,9	1,5	0,8	2,1	1,1	1,7	1,5	-0,7	3,2	
Jul	1,6	2,1	1,7	1,2	1,8	1,2	1,9	1,8	-0,9	3,1	
Ago	1,5	2,0	1,6	1,0	1,6	1,2	1,6	1,8	-0,9	3,1	
Sep	1,7	2,2	1,9	1,3	2,8	1,2	1,8	1,6	-0,6	3,0	
Oct	1,9	2,3	1,9	1,3	2,5	1,2	1,8	2,0	0,2	3,1	
Nov	1,8	2,3	1,9	1,6	2,3	1,1	1,8	1,9	0,1	3,2	
Dic	2,1	2,7	2,2	1,9	2,9	1,4	2,0	2,1	-	3,7	
11 Ene	2,2	2,8	2,3	2,0	3,0	1,6	2,0	1,9	-	4,0	
Feb	2,3	2,9	2,4	2,2	3,4	2,1	1,8	2,1	-	4,3	
Mar	...	3,1	2,7	2,3	3,3	...	2,2	2,8	...	4,1	

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.

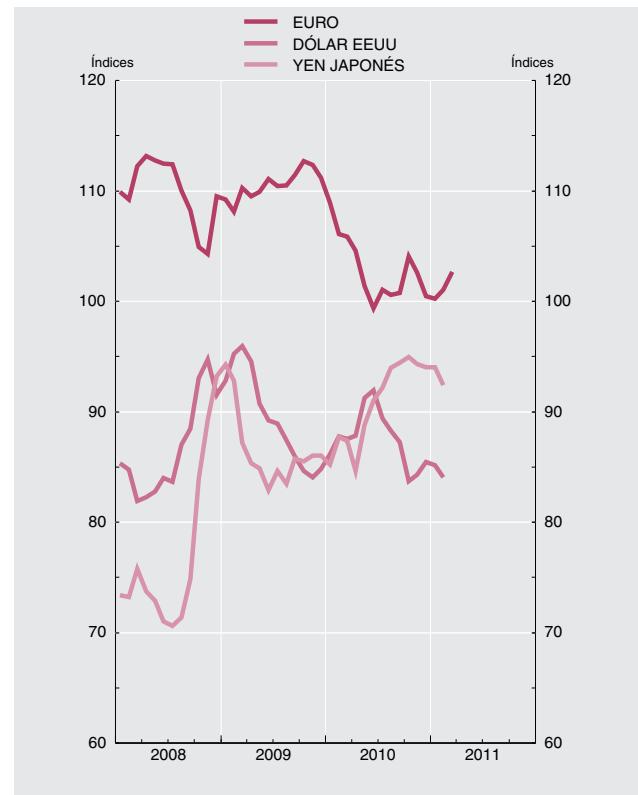
Media de cifras diarias

	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	Yen japonés por euro/ECU	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
08	1,4707	152,31	103,36	110,4	78,2	98,3	109,9	86,6	76,9	107,6	90,6	75,0
09	1,3940	130,30	93,57	111,7	81,1	112,4	110,6	89,5	86,5	104,9	92,7	85,0
10	1,3267	116,42	87,78	104,7	79,1	120,7	103,0	87,6	90,7	98,8	93,2	88,0
10 E-M	1,3847	125,68	90,75	108,8	78,4	114,7	107,0	87,1	86,7	102,2	92,2	84,9
11 E-M	1,3670	112,51	82,31	103,7	75,5	125,6	101,3	84,6	93,3	98,0	90,6	89,5
10 Ene	1,4272	130,34	91,32	110,8	77,3	112,4	108,9	86,2	85,2	104,0	91,2	83,4
Feb	1,3686	123,46	90,21	108,0	79,1	116,1	106,1	87,8	87,7	101,6	92,6	86,1
Mar	1,3569	123,03	90,68	107,4	78,9	115,8	105,8	87,5	87,3	101,0	93,0	85,3
Abr	1,3406	125,33	93,49	106,1	79,2	112,6	104,6	87,8	84,7	100,0	93,4	82,5
May	1,2565	115,83	92,15	102,8	82,4	118,1	101,4	91,3	88,8	97,0	97,2	86,5
Jun	1,2209	110,99	90,92	100,6	83,1	120,9	99,4	92,0	91,0	95,2	97,6	88,4
Jul	1,2770	111,73	87,50	102,5	80,7	122,9	101,1	89,4	92,2	97,0	94,8	89,6
Ago	1,2894	110,04	85,33	102,1	79,6	125,2	100,6	88,3	94,0	96,6	93,8	91,0
Sep	1,3067	110,26	84,38	102,5	78,8	125,7	100,8	87,2	94,5	97,1	92,7	90,9
Oct	1,3898	113,67	81,79	106,0	75,8	126,1	104,1	83,7	94,9	100,4	89,7	91,0
Nov	1,3661	112,69	82,51	104,7	76,3	125,7	102,6	84,3	94,3	98,9	90,5	90,4
Dic	1,3220	110,11	83,29	102,6	77,5	126,2	100,5	85,5	94,0	96,7	91,8	90,4
11 Ene	1,3360	110,38	82,63	102,4	76,6	126,5	100,2	85,1	94,0	96,7	90,8	90,3
Feb	1,3649	112,77	82,63	103,4	75,6	125,1	101,1	84,1	92,4	97,7	90,3	88,6
Mar	1,3999	114,40	81,72	105,2	74,4	125,1	102,7	...	...	99,6	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

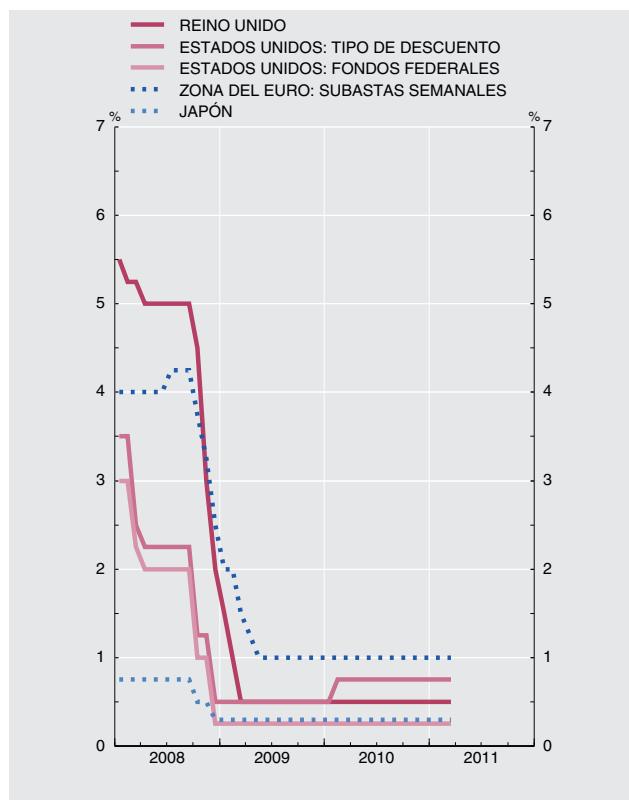
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

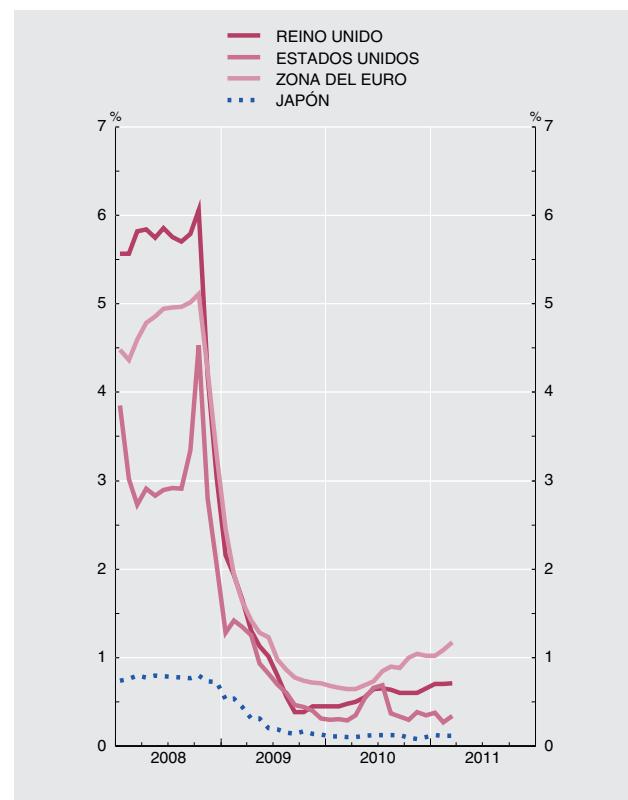
Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
08	2,50	0,50	0,25	0,30	2,00	3,45	4,75	4,63	-	-	3,07	-	-	0,77	5,41
09	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,93	1,19	1,22	-	-	0,83	-	-	0,27	1,01
10	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,78	0,81	-	-	0,40	-	-	0,11	0,57
09 Oct	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,68	0,74	-	-	0,44	-	-	0,16	0,38
Nov	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,53	0,67	0,72	-	-	0,40	-	-	0,14	0,45
Dic	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,50	0,67	0,71	-	-	0,31	-	-	0,13	0,45
10 Ene	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,48	0,64	0,68	-	-	0,30	-	-	0,11	0,45
Feb	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,62	0,66	-	-	0,30	-	-	0,11	0,45
Mar	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,61	0,65	-	-	0,29	-	-	0,10	0,48
Abr	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,62	0,65	-	-	0,35	-	-	0,10	0,50
May	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,66	0,69	-	-	0,54	-	-	0,11	0,55
Jun	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,70	0,74	0,73	-	-	0,66	-	-	0,12	0,64
Jul	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,75	0,83	0,85	-	-	0,69	-	-	0,12	0,65
Ago	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,86	0,90	-	-	0,37	-	-	0,12	0,64
Sep	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,63	0,84	0,88	-	-	0,33	-	-	0,13	0,60
Oct	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,93	1,00	-	-	0,30	-	-	0,09	0,60
Nov	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,04	-	-	0,38	-	-	0,08	0,60
Dic	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,02	-	-	0,35	-	-	0,10	0,65
11 Ene	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,70	0,99	1,02	-	-	0,37	-	-	0,12	0,70
Feb	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,68	1,05	1,09	-	-	0,27	-	-	0,12	0,70
Mar	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,74	1,13	1,18	-	-	0,34	-	-	0,11	0,71

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).

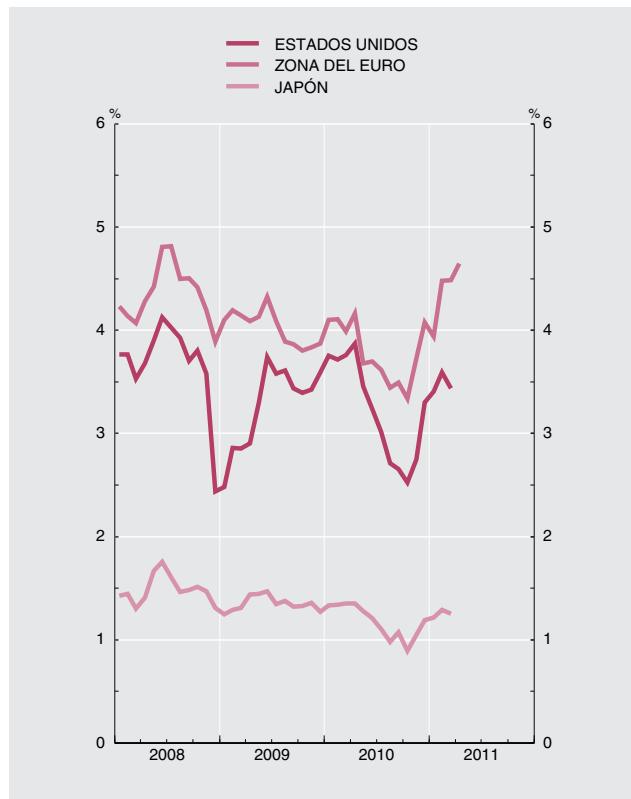
d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

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

■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	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	11	
08	3,63	4,33	4,36	4,00	4,36	3,69	4,24	4,66	1,49	4,55	
09	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63	
10	3,05	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56	
09 Oct	3,20	3,61	3,80	3,24	3,77	3,40	3,56	3,99	1,33	3,57	
Nov	3,23	3,65	3,84	3,28	3,79	3,42	3,56	4,01	1,36	3,74	
Dic	3,28	3,65	3,87	3,23	3,80	3,59	3,47	4,02	1,27	3,86	
10 Ene	3,40	3,75	4,10	3,30	3,99	3,75	3,53	4,08	1,34	4,01	
Feb	3,36	3,73	4,11	3,19	3,98	3,71	3,50	4,05	1,34	4,07	
Mar	3,36	3,65	3,99	3,14	3,83	3,76	3,45	3,94	1,35	4,05	
Abr	3,42	3,67	4,16	3,09	3,90	3,87	3,41	3,93	1,35	4,05	
May	3,16	3,49	3,68	2,82	4,08	3,46	3,09	4,01	1,28	3,76	
Jun	3,05	3,49	3,70	2,63	4,56	3,24	3,07	4,11	1,21	3,51	
Jul	2,92	3,45	3,62	2,65	4,43	3,01	2,99	4,03	1,10	3,41	
Ago	2,67	3,18	3,44	2,38	4,04	2,71	2,69	3,81	0,98	3,10	
Sep	2,67	3,21	3,50	2,33	4,09	2,65	2,67	3,84	1,07	3,03	
Oct	2,58	3,18	3,34	2,38	4,04	2,52	2,72	3,77	0,89	2,99	
Nov	2,83	3,52	3,73	2,55	4,69	2,75	2,99	4,14	1,05	3,22	
Dic	3,24	3,92	4,07	2,95	5,37	3,30	3,34	4,63	1,19	3,53	
11 Ene	3,32	4,02	3,94	3,05	5,38	3,41	3,44	4,73	1,22	3,63	
Feb	3,46	4,13	4,48	3,23	5,26	3,59	3,60	4,74	1,29	3,81	
Mar	3,40	4,15	4,49	3,24	5,25	3,44	3,60	4,80	1,26	3,67	

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro							
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo					
		General	General	Alimentos	Productos industriales												
					Total	Agrícolas no alimenticios	Metales										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11						
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45						
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32						
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07						
09	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42						
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76						
10 E-M	141,6	212,5	204,4	223,0	192,9	239,3	273,1	76,5	397,6	1 109,3	25,77						
11 E-M	206,5	226,6	229,3	223,9	287,2	196,7	...	105,6	496,3	1 384,5	32,58						
10 Feb	140,6	208,9	204,6	214,5	190,8	227,4	264,6	74,1	392,7	1 095,4	25,75						
<i>Mar</i>	144,3	211,7	197,2	230,6	202,0	246,1	280,9	78,8	399,1	1 113,3	26,37						
<i>Abr</i>	150,6	218,7	197,0	246,7	219,3	261,7	298,0	84,5	411,8	1 148,7	27,52						
<i>May</i>	151,9	206,7	195,0	222,0	210,7	228,1	267,6	75,8	432,1	1 205,4	30,96						
<i>Jun</i>	152,4	201,1	193,9	210,5	206,2	212,9	264,7	75,0	442,0	1 232,9	32,45						
<i>Jul</i>	150,4	208,1	205,4	211,4	198,1	218,7	263,9	76,4	427,6	1 193,0	30,01						
<i>Ago</i>	159,6	222,9	220,2	226,4	203,5	238,9	268,8	77,9	435,8	1 215,8	30,31						
<i>Sep</i>	166,1	235,2	231,7	239,6	223,0	248,8	269,7	78,4	455,6	1 271,0	31,25						
<i>Oct</i>	168,6	219,0	216,8	222,6	223,0	223,5	289,4	83,0	481,1	1 342,0	31,04						
<i>Nov</i>	180,1	196,8	203,2	190,1	223,5	175,7	299,4	85,7	491,1	1 369,9	32,27						
<i>Dic</i>	198,3	211,3	217,6	204,8	248,0	186,2	319,0	92,3	498,2	1 389,7	33,80						
11 Ene	207,1	221,5	227,7	215,2	266,7	193,1	328,2	97,4	486,2	1 356,4	32,70						
<i>Feb</i>	212,5	233,5	235,4	231,5	301,3	201,5	346,1	103,7	492,1	1 372,7	32,35						
<i>Mar</i>	200,4	225,5	225,3	225,7	294,9	196,1	...	115,4	510,2	1 423,3	32,66						

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

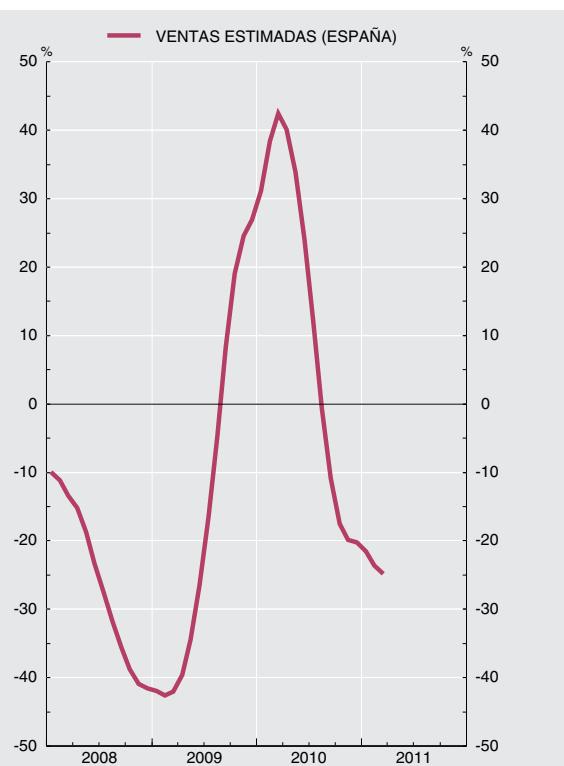
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que	Pro memoria: zona del euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio									
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista				Total	Del cual	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unocalificadas	Pro memoria: zona del euro (a)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
08		-33,7	-32,6	-20,4	-27,6	-18,1	-10,0	-27,4	-30,0	-28,1	-8,0	-5,7	-5,7	-2,3	-5,2	1,1	-8,6	-8,0	-0,8
09		-28,2	-26,2	-13,2	-24,6	-24,8	-15,5	-18,1	-10,7	-17,9	4,6	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2	-2,0
10	P	-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,0	-4,0	3,0	-1,3	3,1	-8,1	-1,6	-0,9	-0,4	-1,6	1,9	-3,1	-2,0	1,1
10 E-M	P	-18,2	-12,2	-5,8	-15,0	-16,8	-8,9	44,7	35,1	44,5	7,8	-0,6	0,8	0,9	2,2	4,3	-3,1	-1,3	0,9
11 E-M	P	-19,6	-18,6	-8,9	-21,8	-10,6	-0,8	-27,7	-12,3	-27,3	...	...	...	...	...	...	...	...	...
10 Abr	P	-19,6	-13,3	-8,6	-10,5	-15,0	-3,4	40,6	38,3	39,3	-10,2	-2,4	-1,2	-2,5	-2,7	-0,3	-3,8	-1,3	-
May	P	-24,5	-27,1	-12,3	-15,3	-17,7	-6,6	44,5	39,8	44,6	-15,3	-1,6	-0,6	-0,7	-3,3	0,6	-2,2	-1,4	1,3
Jun	P	-24,8	-25,0	-13,8	-14,6	-17,3	-5,3	24,7	22,1	25,6	-13,5	1,0	1,5	-1,1	0,2	0,8	2,6	1,9	1,7
Jul	P	-25,8	-27,2	-15,9	-21,4	-14,0	-4,0	-23,9	-31,0	-24,1	-18,2	-2,2	-2,0	1,5	-2,2	3,9	-4,2	-4,3	1,7
Ago	P	-19,9	-18,0	-11,9	-21,0	-11,4	-3,5	-22,9	-25,5	-23,8	-19,1	-1,3	-1,2	-0,9	-5,4	1,3	-1,0	1,8	1,9
Sep	P	-19,0	-15,5	-8,4	-13,3	-11,0	-0,8	-27,0	-27,2	-27,3	-12,4	-3,0	-2,9	-0,8	-5,8	0,6	-6,3	-3,6	1,6
Oct	P	-19,7	-17,3	-8,4	-22,3	-10,9	-0,8	-37,9	-36,0	-37,6	-15,4	-2,9	-2,6	-2,1	-1,0	0,4	-5,0	-5,1	1,5
Nov	P	-20,7	-16,3	-10,0	-20,7	-9,4	-1,1	-25,8	-22,1	-25,5	-10,1	-1,0	-0,7	1,0	-0,8	3,3	-4,4	-2,5	1,3
Dic	P	-22,8	-20,2	-9,8	-22,6	-11,0	4,3	-24,0	-19,9	-23,9	-6,9	-4,5	-3,9	-2,0	-5,2	-0,4	-4,1	-5,4	0,2
11 Ene	P	-21,0	-22,6	-10,5	-22,3	-11,2	-0,6	-23,6	-16,4	-23,5	-4,4	-4,7	-4,6	-3,4	-6,3	-0,4	-4,5	-6,3	0,7
Feb	P	-15,2	-18,2	-5,5	-20,1	-10,0	-0,2	-28,0	-13,1	-27,6	0,1	-4,8	-4,7	-3,2	-7,1	-	-4,0	-6,5	0,4
Mar	P	-22,6	-15,0	-10,6	-23,1	-10,6	-1,5	-29,8	-8,9	-29,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

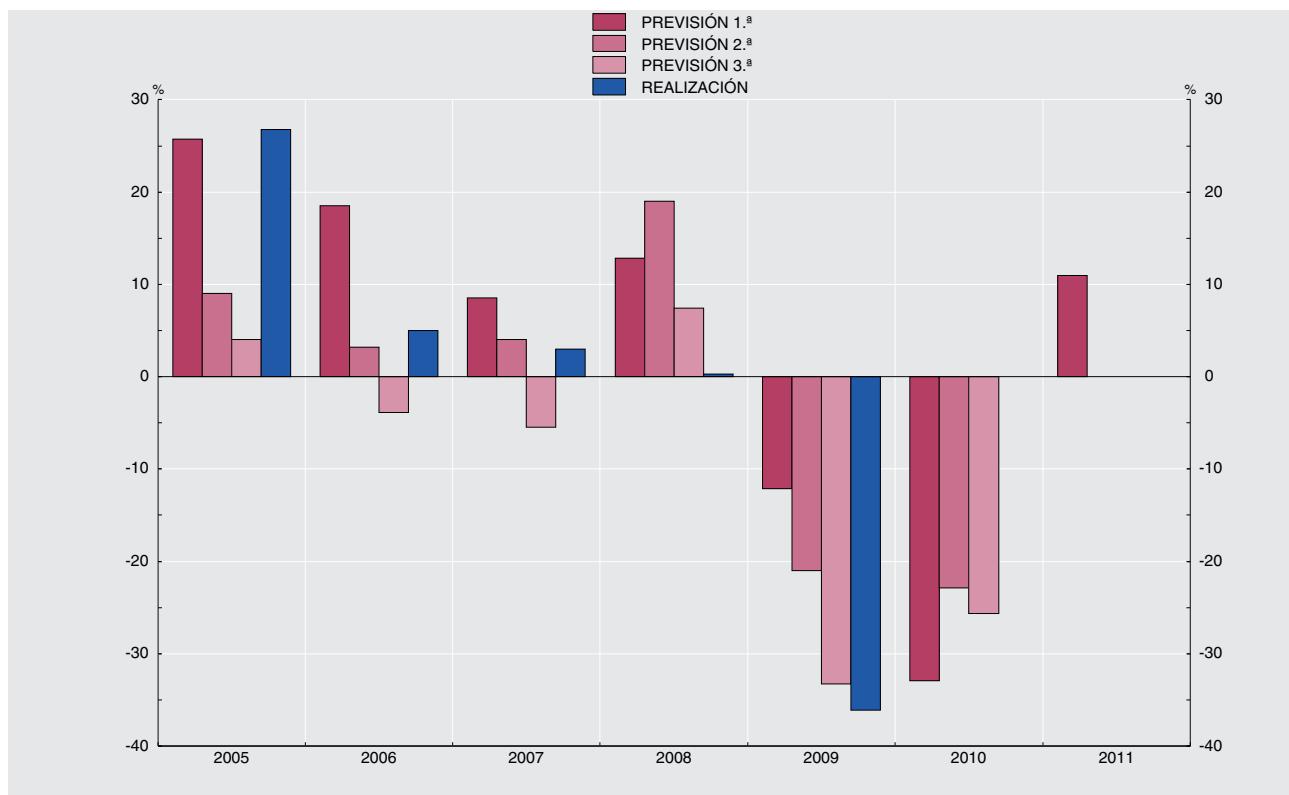
a. Índice corregido de efecto calendario.

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

■ Serie representada gráficamente.

	Tasas de variación interanual a precios corrientes			
	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a
05	■	27	26	9
06	■	5	19	3
07	■	3	9	4
08	■	0	13	19
09	■	-36	-12	-21
10	-33	-23
11	11	...

INVERSIÓN INDUSTRIAL
Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

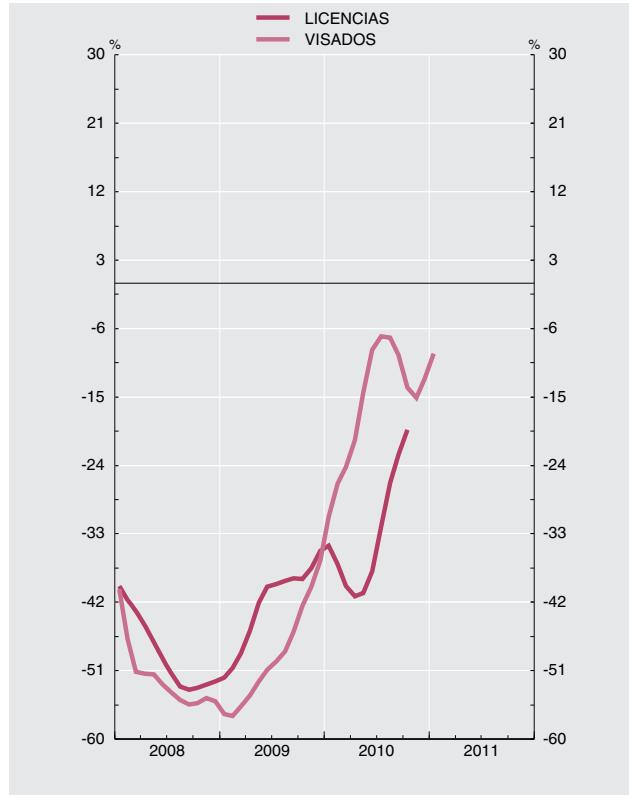
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

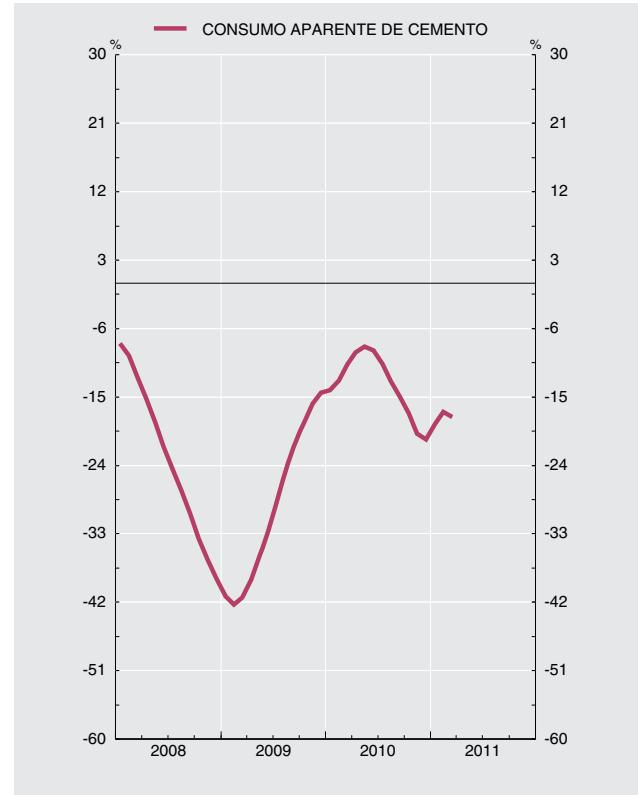
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir				Licitación oficial (presupuesto)								Consumo aparente de cemento				
	De la cual		No residencial		De la cual		Total		Edificación				De la cual		No residencial						
	Total	Residencial	Vivienda	...	Total	Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	...	...	...	...	...
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18				
08	-48,5	-53,1	-53,8	-29,8	-52,1	-56,6	3,0	3,0	-7,5	8,5	13,4	-11,5	7,3	-23,8	-32,3	-32,3	-23,8				
09	-43,4	-49,3	-49,2	-27,2	-51,4	-56,8	-8,2	-8,2	1,1	3,7	-19,9	0,3	-11,5	-45,1	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0			
10	P	...	...	...	...	-16,0	-16,1	-37,9	-20,1	-38,0	-38,7	-14,4	-45,1	-20,7	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2			
10 E-M	P	-33,8	-28,5	-29,5	-44,1	-24,8	-25,1	-52,2	-52,2	-31,0	-17,1	-8,0	-34,1	-61,7	-20,7	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2		
11 E-M	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-2,2	
09 Dic		-36,3	-35,0	-37,2	-39,1	-42,4	-50,7	5,2	-8,2	-5,6	45,0	55,0	-19,7	7,4	-21,6						
10 Ene	P	-10,0	-9,7	-13,0	-10,6	-29,5	-40,6	-55,0	-55,0	-46,4	-63,0	-48,2	-39,2	-59,3	-20,4						
Feb	P	-42,5	-34,0	-34,1	-56,5	-20,9	-24,0	-57,5	-56,5	-38,5	-54,9	-50,8	-36,1	-65,4	-25,6						
Mar	P	-42,4	-39,3	-39,2	-48,3	-24,5	-11,6	-44,5	-52,2	-11,3	93,8	80,6	-28,6	-59,2	-16,4						
Abr	P	-48,7	-53,1	-53,4	-37,8	-23,7	-23,7	-28,5	-48,1	7,8	-67,3	-64,8	38,5	-44,4	-10,4						
May	P	-44,1	-50,6	-51,1	-29,1	-15,1	-14,4	0,4	-42,4	26,6	-15,7	-41,0	42,2	-10,6							
Jun	P	-52,2	-39,5	-40,0	-67,6	3,0	9,0	-22,3	-39,8	-39,7	-36,2	-9,9	-40,3	-12,5	-9,1						
Jul	P	-30,0	-28,2	-25,7	-34,4	-13,1	-23,6	-55,5	-42,1	-28,7	-56,9	-66,7	-11,5	-67,3	-15,5						
Ago	P	-5,2	15,5	15,2	-31,5	-1,6	2,0	-29,1	-40,8	-30,0	-43,5	-46,3	-25,5	-28,7	-11,2						
Sep	P	-28,9	-15,3	-15,1	-47,7	1,4	-0,7	-13,7	-38,9	-26,1	20,6	125,8	-33,8	-9,4	-16,2						
Oct	P	-16,0	-19,5	-20,7	-8,1	-27,7	-30,4	-0,3	-36,6	37,0	54,1	-50,4	33,6	-15,1	-15,8						
Nov	P	...	...	...	...	-13,2	-13,7	-15,0	-35,1	-27,6	-60,9	347,5	-4,2	-9,2	-20,5						
Dic	P	...	...	...	...	-15,6	-4,4	-57,0	-37,9	-9,5	-73,4	-66,8	22,9	-65,5	-9,6						
11 Ene	P	...	...	...	...	-3,5	13,9	-17,9	-17,9	-26,3	-45,8	30,1	-21,1	-12,3	0,3						
Feb	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	0,9	
Mar	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-6,4	

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



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



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

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

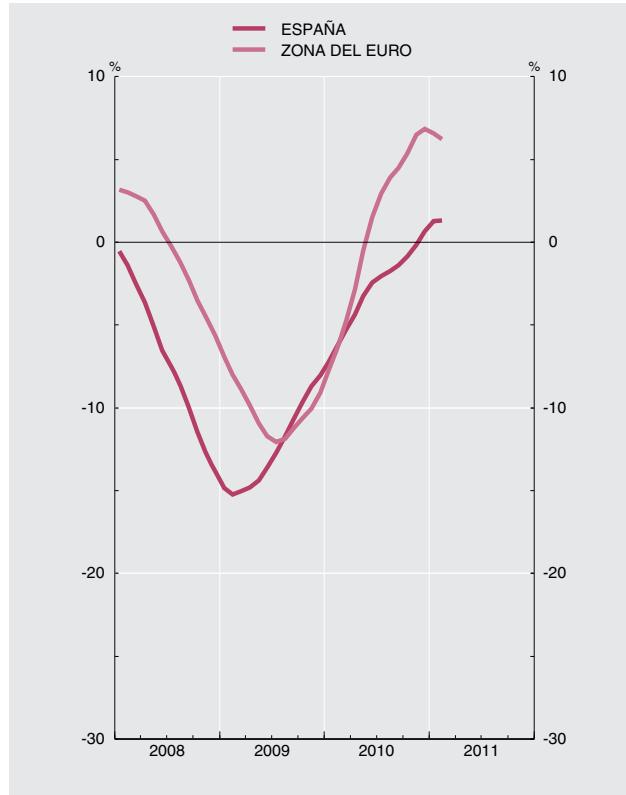
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

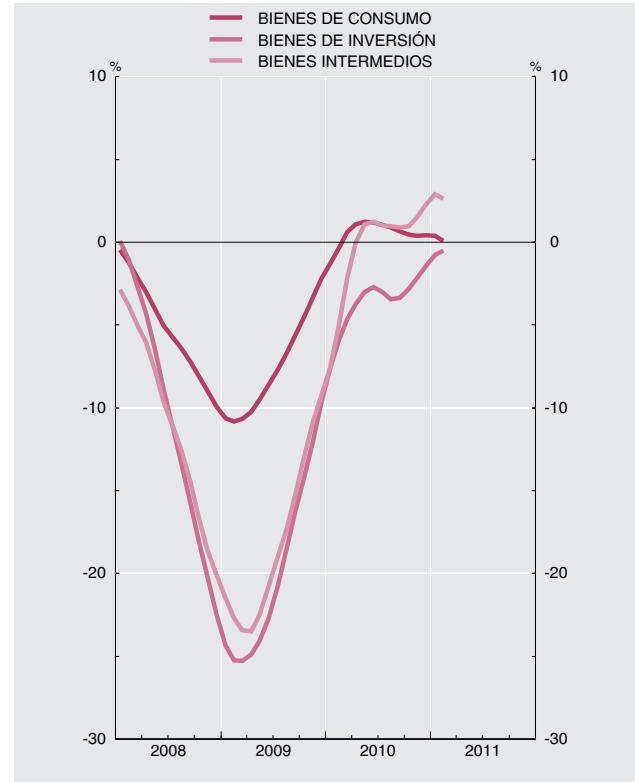
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)				Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes			
		Serie original	1 T 12	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,6	-1,8	-2,0	0,0	-3,4	
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-14,7	-15,8	-4,9	-20,7	-19,0	
10	MP	83,4	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5	4,4	0,6	2,9	7,5	7,9	3,7	9,3	10,0	
10	E-F	MP	78,8	-3,4	-4,1	-5,2	-1,1	-4,7	-1,4	-3,8	-0,7	3,8	4,0	2,3	2,0	6,9
11	E-F	MP	82,1	4,2	2,7	4,3	6,7	2,1	-7,2	4,8	0,7	6,8	8,6	1,8	13,2	10,1
09	Nov	P	87,3	-4,0	1,3	-8,0	-3,7	-10,2	-4,3	-3,3	-9,8	-6,7	-7,0	-2,2	-13,1	-5,1
	Dic	P	79,1	-1,5	0,9	-8,4	4,8	-8,1	-20,9	-0,4	-6,8	-3,5	-4,0	-0,8	-10,5	0,8
10	Ene	P	76,7	-5,0	-5,1	-7,0	-3,3	-5,7	-7,1	-5,1	-3,5	2,7	2,9	2,1	-0,1	5,7
	Feb	P	80,8	-1,9	-3,1	-3,5	1,1	-3,6	4,1	-2,5	2,6	4,9	5,0	2,5	3,9	8,1
	Mar	P	91,2	6,8	8,5	2,0	8,0	7,7	7,8	6,4	11,0	8,0	8,3	6,3	5,2	12,5
	Abr	P	82,2	3,0	4,4	-4,8	8,4	-0,3	7,7	2,9	4,0	9,6	9,7	3,0	9,3	15,9
	May	P	86,1	5,1	4,0	0,7	9,7	2,0	15,4	5,0	3,8	10,2	10,2	5,1	9,9	14,7
	Jun	P	89,0	3,2	2,1	1,9	4,6	4,1	7,4	3,6	-0,3	8,7	9,4	4,9	9,5	12,4
	Jul	P	89,7	-2,3	-3,2	-5,9	-2,5	6,0	3,4	-2,9	2,5	7,5	8,0	4,1	9,7	9,6
	Ago	P	63,9	3,4	5,7	-7,4	6,5	3,9	14,8	3,6	1,5	8,7	9,7	4,6	12,9	11,7
	Sep	P	86,1	-1,1	-0,3	-6,7	0,1	2,5	4,6	-1,5	2,2	5,6	6,2	1,9	8,6	7,2
	Oct	P	84,9	-3,5	-3,2	-8,9	-3,3	2,9	4,7	-4,3	2,8	7,2	7,8	3,3	12,7	7,3
	Nov	P	90,3	3,4	1,4	2,0	4,1	8,5	-7,6	3,2	7,3	8,1	8,5	3,9	13,0	8,0
	Dic	P	79,4	0,4	0,8	-3,5	0,9	3,7	-2,1	0,1	2,6	8,8	9,5	2,5	16,9	7,9
11	Ene	P	80,6	5,1	3,8	5,3	7,1	3,8	-4,5	5,6	3,3	6,3	8,1	0,8	12,6	10,1
	Feb	P	83,5	3,3	1,6	3,4	6,3	0,2	-9,6	4,2	-2,1	7,3	9,1	2,7	13,7	10,1

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

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

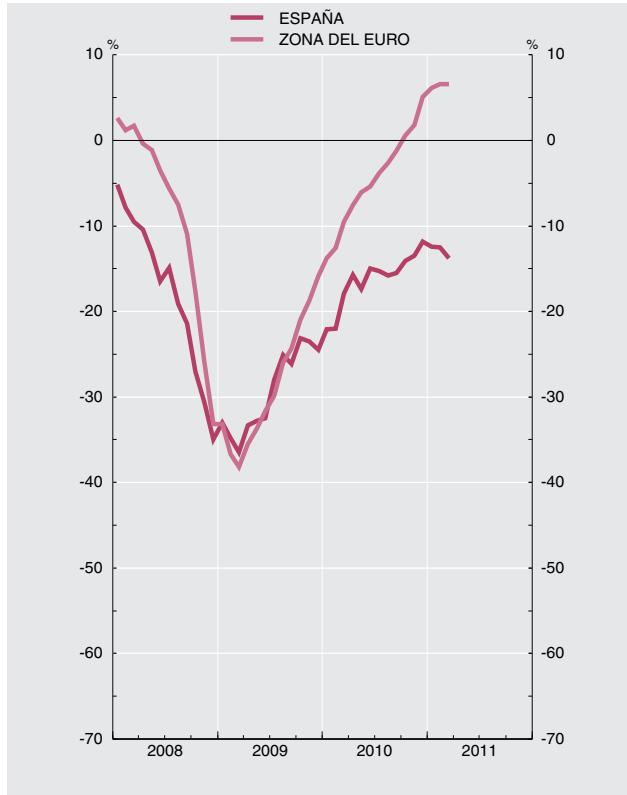
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

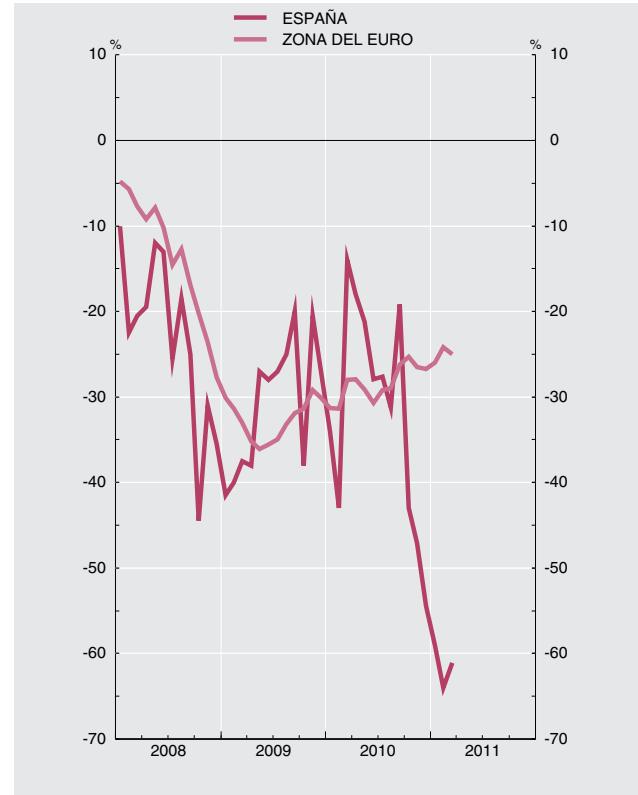
Saldo

		Industria, sin construcción							Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)					
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
08	M	-18	-16	-8	-24	-17	21	-12	-8	-28	-3	-23	-2	-20	-16	-16	-8	-13	-13
09	M	-29	-34	-11	-55	-52	23	-19	-26	-37	-44	-31	-20	-32	-13	-19	-29	-57	-33
10	M	-16	-8	-1	-37	-29	11	-10	-14	-18	-52	-32	-19	-31	-26	-33	-5	-24	-28
10	E-M	-21	-24	-0	-48	-43	14	-13	-22	-23	-55	-30	-47	-29	-22	-32	-12	-42	-30
11	E-M	-13	-9	0	-29	-23	9	-10	-9	-13	-57	-61	-42	-61	-45	-32	6	-1	-25
09	Dic	-25	-22	-6	-51	-49	17	-14	-25	-29	-60	-27	2	-29	-23	-20	-16	-48	-30
10	Ene	-22	-25	0	-51	-47	16	-14	-25	-23	-56	-34	-48	-26	-40	-26	-14	-44	-31
	Feb	-22	-26	-3	-48	-44	15	-12	-23	-27	-54	-43	-35	-41	-37	-41	-13	-42	-31
	Mar	-18	-21	1	-44	-36	11	-12	-16	-20	-56	-14	-57	-20	12	-28	-10	-39	-28
	Abr	-16	-9	3	-40	-30	11	-10	-13	-17	-53	-18	9	-25	6	-12	-8	-33	-28
	May	-17	-4	-1	-37	-33	14	-11	-12	-21	-52	-21	11	-27	-8	-7	-6	-28	-29
	Jun	-15	-1	1	-35	-27	11	-10	-17	-14	-54	-28	9	-39	-26	-37	-5	-26	-31
	Jul	-15	7	0	-34	-29	12	-9	-9	-18	-55	-28	0	-30	-6	-4	-4	-21	-29
	Ago	-16	1	-4	-33	-22	11	-6	-14	-17	-58	-31	1	-18	-46	-47	-3	-18	-29
	Sep	-16	1	-4	-33	-22	9	-9	-12	-20	-23	-19	-34	-21	-2	-43	-1	-16	-26
	Oct	-14	-7	-2	-31	-9	10	-10	-13	-14	-36	-43	-25	-32	-55	-55	1	-12	-25
	Nov	-14	-7	-3	-30	-24	8	-9	-11	-14	-69	-47	-29	-43	-56	-44	2	-11	-27
	Dic	-12	-7	3	-28	-26	10	-7	-5	-14	-57	-54	-29	-51	-51	-48	5	-5	-27
11	Ene	-12	-7	1	-29	-20	9	-9	-5	-14	-56	-59	-35	-67	-41	-24	6	-3	-26
	Feb	-13	-14	1	-29	-27	9	-9	-10	-12	-62	-64	-42	-58	-50	-51	7	-1	-24
	Mar	-14	-7	-2	-30	-24	10	-12	-12	-13	-53	-61	-48	-58	-43	-21	7	-0	-25

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

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

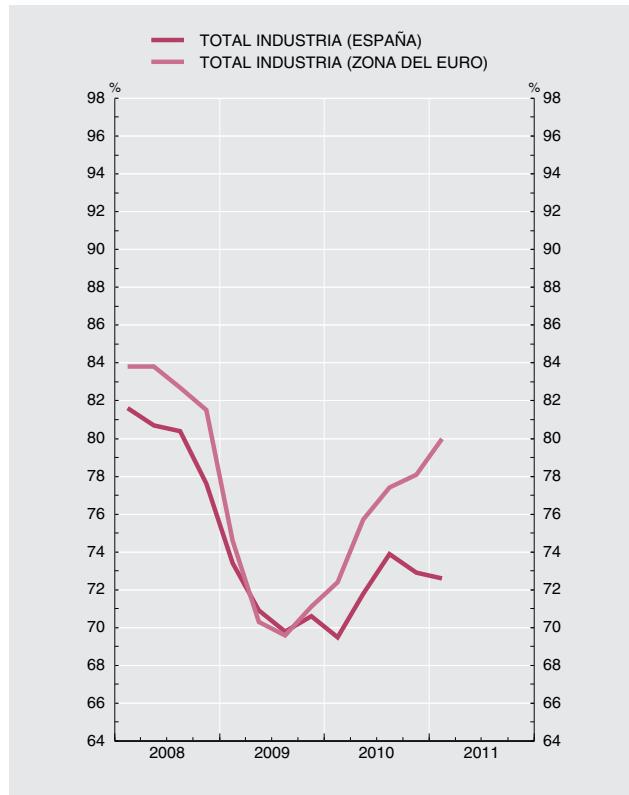
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

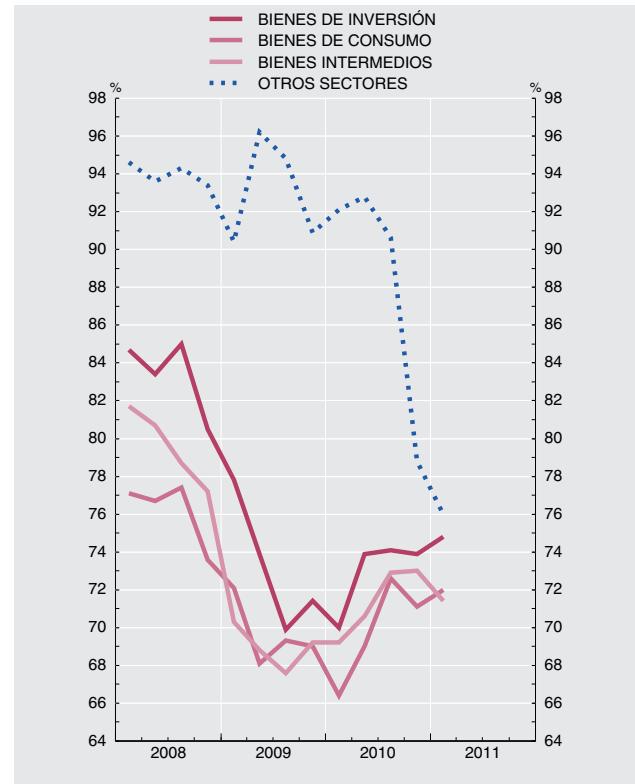
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capa- cidad pro- ductiva (b) (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada			
	En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		
	(%)	(%)		(%)	(%)		(%)	(%)		(%)	(%)		(%)	(%)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
08	80,1	80,4	7	76,2	77,3	8	83,4	83,3	6	79,6	79,7	7	94,0	94,5	-0	83,0
09	71,2	71,4	26	69,6	70,7	18	73,3	73,6	25	69,0	68,5	34	93,1	94,3	1	71,4
10	72,0	72,8	22	69,8	70,5	18	73,0	72,5	23	71,4	72,9	24	88,6	90,5	18	75,9
10 I-I	69,5	70,7	25	66,4	67,1	20	70,0	71,0	26	69,2	70,9	30	92,1	92,8	0	72,4
11 I-I	72,6	73,4	16	72,0	72,6	13	74,8	75,0	15	71,4	72,7	20	76,0	78,4	3	80,0
08 III /IV	80,4	80,8	6	77,4	78,1	11	85,0	84,7	5	78,7	79,3	4	94,3	94,1	-	82,7
	77,6	76,5	12	73,6	73,5	12	80,5	78,8	7	77,2	75,6	16	93,4	94,1	-0	81,5
09 I /II	73,4	72,9	22	72,1	71,8	9	77,8	76,2	17	70,3	70,1	36	90,4	92,7	-	74,6
	70,9	71,4	26	68,1	69,8	20	73,9	73,9	22	68,8	68,7	35	96,2	96,7	-	70,3
	69,8	70,7	30	69,3	70,8	19	69,9	70,6	38	67,6	68,4	36	94,8	95,8	3	69,6
	70,6	70,4	24	69,0	70,4	23	71,4	73,7	22	69,2	66,7	28	90,9	91,9	-	71,1
10 I /II	69,5	70,7	25	66,4	67,1	20	70,0	71,0	26	69,2	70,9	30	92,1	92,8	0	72,4
	71,8	73,9	21	69,0	70,1	19	73,9	74,3	22	70,6	74,3	24	92,8	93,6	-	75,7
	73,9	74,6	15	72,6	73,6	10	74,1	74,5	19	72,9	73,8	18	90,6	90,9	0	77,4
	72,9	72,1	26	71,1	71,3	21	73,9	70,3	25	73,0	72,4	24	78,8	84,5	73	78,1
11 I	72,6	73,4	16	72,0	72,6	13	74,8	75,0	15	71,4	72,7	20	76,0	78,4	3	80,0

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

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

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

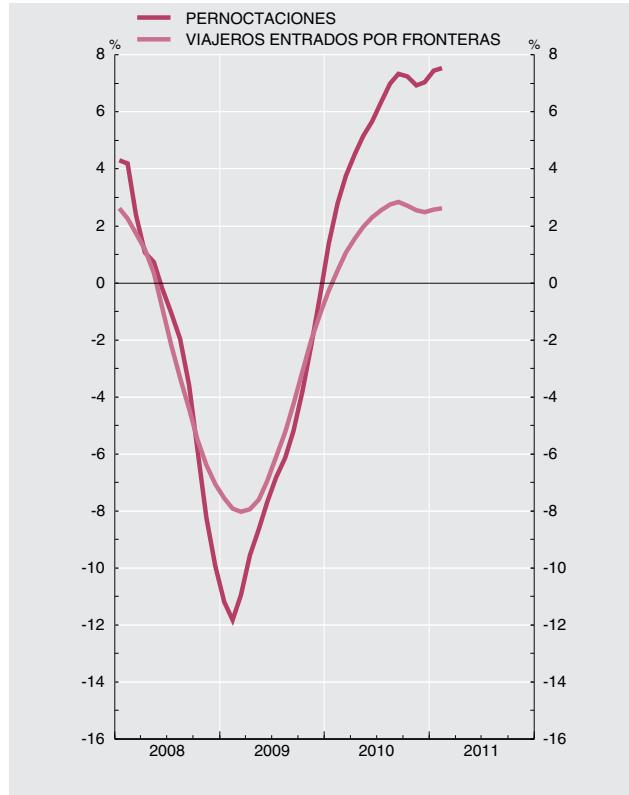
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

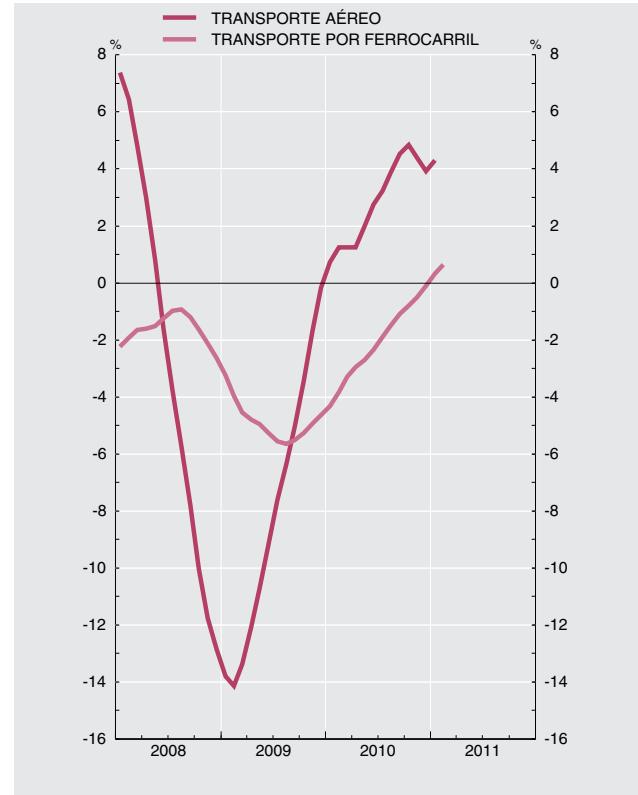
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo			Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril			
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
08	-1,7	-0,1	-1,2	0,2	-1,3	-2,5	0,6	-3,0	-7,5	0,3	0,0	0,6	-2,1	-0,7	-10,3	
09	-7,1	-10,6	-6,7	-9,3	-5,9	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-8,0	-9,6	-4,1	-12,9	-5,7	-24,8	
10	6,2	11,4	6,1	8,6	2,0	0,9	3,4	3,0	1,3	4,1	15,8	2,8	4,6	-2,3	-3,0	
10 E-F	P	2,3	4,1	2,0	1,4	1,1	-1,6	4,0	2,3	4,0	1,0	16,5	10,5	1,5	-5,3	-3,8
11 E-F	P	3,1	7,7	5,0	9,4	5,0	4,5	5,6	...	...	...	...	...	1,8	...	
09 Nov		-3,6	-5,0	-3,9	-6,3	-0,1	-3,1	3,3	-0,8	1,2	-2,3	4,0	-4,6	-0,5	-2,1	-3,4
Dic		2,2	-0,7	-0,2	-3,0	0,9	-3,7	5,5	2,1	3,8	0,6	17,9	-0,4	-1,2	-4,0	22,0
10 Ene	P	1,0	1,4	0,0	-1,8	2,6	1,0	4,1	3,3	6,4	1,0	13,6	25,6	4,8	-6,5	7,7
Feb	P	3,3	6,4	3,8	4,5	-0,3	-3,9	3,9	1,4	1,8	1,1	19,5	-5,5	-1,7	-4,1	-14,0
Mar	P	7,5	6,9	7,5	5,9	8,1	3,2	14,4	5,5	5,4	5,6	29,8	8,0	1,9	-3,2	-9,2
Abr	P	3,6	8,4	1,0	0,1	-5,4	-13,3	6,2	-8,6	-3,3	-12,4	40,7	-4,2	2,7	3,6	2,3
May	P	5,8	9,4	5,7	6,1	-1,3	1,1	-4,9	3,2	1,9	4,1	30,6	2,3	3,6	-4,2	10,7
Jun	P	6,9	9,2	5,4	5,4	4,5	1,7	9,4	3,4	1,0	4,9	17,6	4,5	3,5	-3,6	4,7
Jul	P	8,5	15,6	6,7	10,3	2,9	4,5	0,6	3,8	-1,6	7,0	10,0	4,4	7,1	-3,4	5,3
Ago	P	6,4	14,7	8,1	14,7	2,8	4,0	1,4	3,8	-1,5	7,0	10,6	-3,1	3,7	-1,6	-0,9
Sep	P	6,7	14,4	7,4	12,3	8,0	4,2	14,1	5,8	2,4	7,9	4,1	9,1	2,7	0,0	-14,4
Oct	P	8,8	13,3	8,5	10,4	3,6	4,2	2,7	8,9	6,5	10,4	6,7	1,5	7,7	-2,0	-3,7
Nov	P	4,3	13,0	4,8	10,9	0,0	2,4	-2,5	5,5	4,0	6,7	10,9	0,8	8,1	-1,5	-3,9
Dic	P	4,6	9,0	3,6	3,3	-4,9	-4,6	-5,1	-2,0	-4,6	0,2	5,9	-1,2	9,8	-0,6	-14,6
11 Ene	P	2,9	8,5	4,6	9,0	6,1	4,7	7,5	6,4	2,7	9,3	9,2	...	...	0,7	-7,6
Feb	P	3,2	7,0	5,4	9,6	3,9	4,3	3,6	...	...	...	...	...	3,0	...	

TURISMO (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

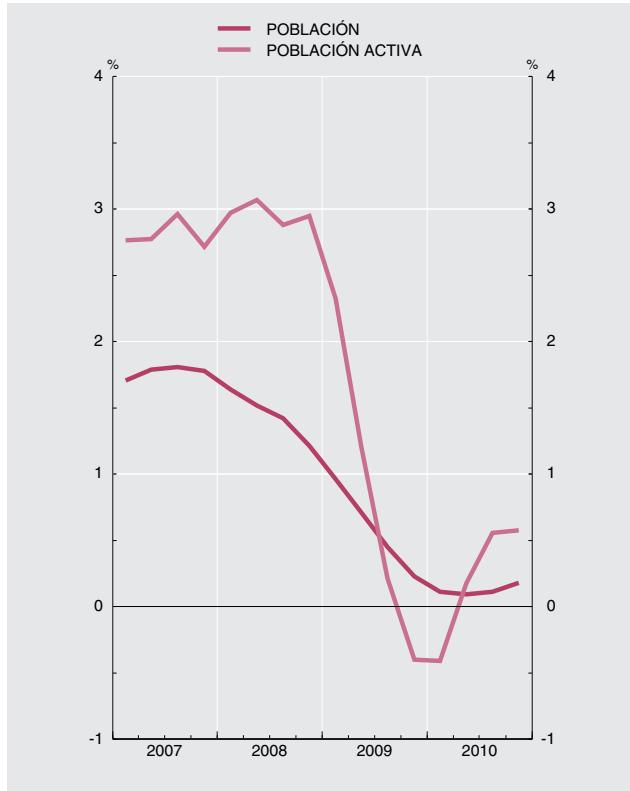
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

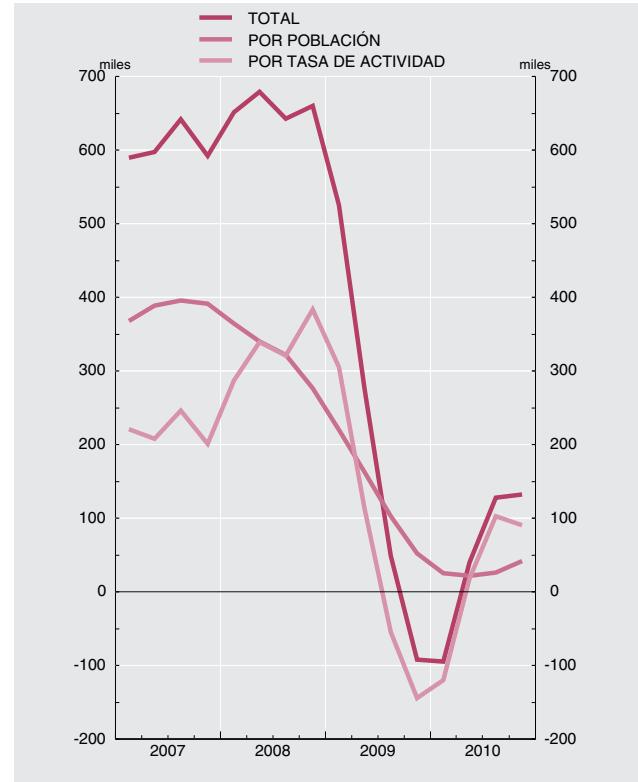
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa					
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 ⁴	T ⁴		Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 ⁴	
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
	1	2	3	4		5	6	7	8	9	
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219	2,8	
08	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	658	326	333	3,0	
09	M	38 432	224	0,6	59,95	23 037	189	134	55	0,8	
09 I-IV	M	38 432	224	0,6	59,95	23 037	757	537	220	0,8	
10 I-IV	M	38 479	48	0,1	60,00	23 089	206	114	92	0,2	
08 //		38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1	
//		38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9	
/V		38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9	
09 I		38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3	
//		38 432	271	0,7	60,06	23 082	276	162	113	1,2	
///		38 443	172	0,4	59,81	22 994	48	103	-54	0,2	
/V		38 443	87	0,2	59,76	22 973	-92	52	-144	-0,4	
10 I		38 451	42	0,1	59,83	23 007	-95	25	-120	-0,4	
//		38 468	36	0,1	60,11	23 122	40	22	18	0,2	
///		38 485	43	0,1	60,08	23 122	128	26	102	0,6	
/V		38 512	69	0,2	59,99	23 105	132	42	91	0,6	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA Variaciones interanuales



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

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

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

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

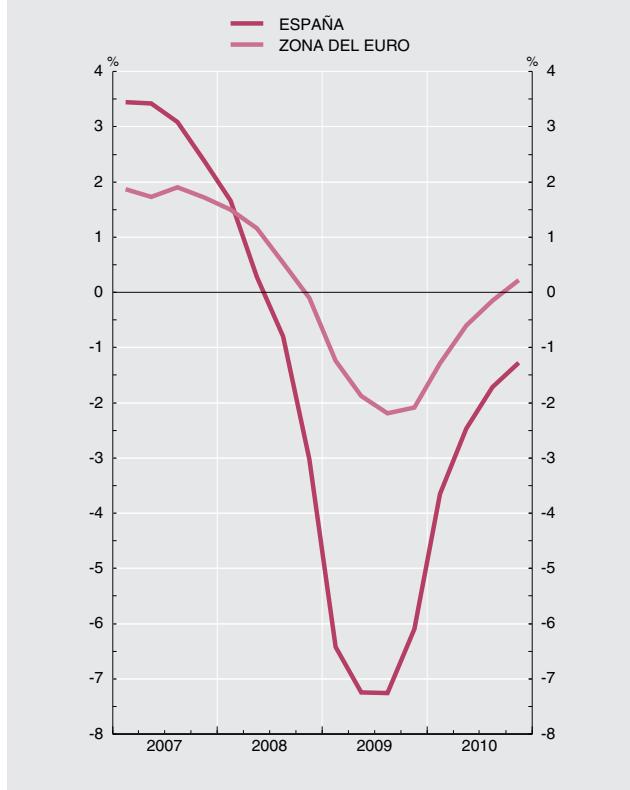
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

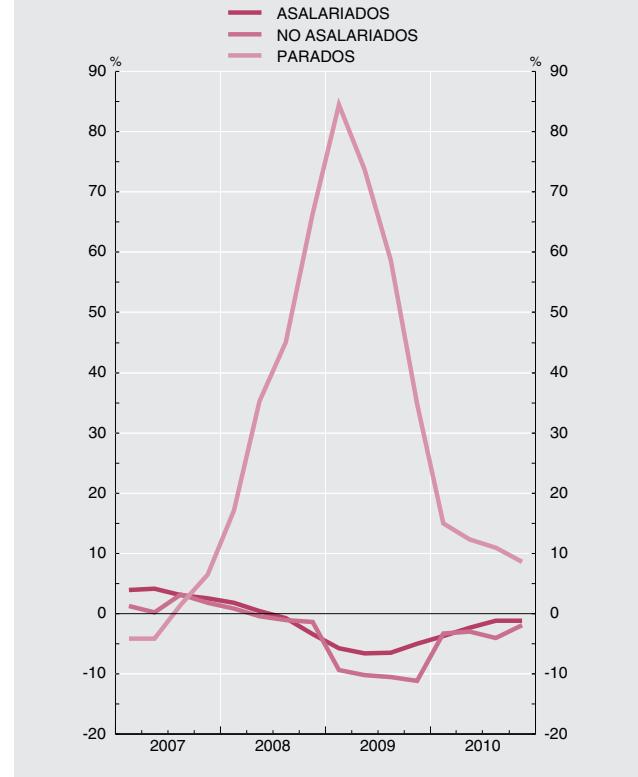
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados			Pro memoria: zona del euro			
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Tasa de paro (%) (a)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas (a)							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
07	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,52		
08	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,8	7,57		
09	M	18 888	-1 370	-6,8	15 681	-1 001	-6,0	3 207	-369	-10,3	4 150	1 559	60,2	18,01	-1,8	9,44		
09 I-IV	M	18 888	-1 370	-6,8	15 681	-1 001	-6,0	3 207	-369	-10,3	4 150	1 559	60,2	18,01	-1,8	9,44		
10 I-IV	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,4	9,99		
08 II		20 425	58	0,3	16 853	74	0,4	3 572	-16	-0,4	2 382	622	35,3	10,44	1,2	7,39		
III		20 346	-164	-0,8	16 746	-124	-0,7	3 600	-41	-1,1	2 599	807	45,0	11,33	0,5	7,61		
IV		19 857	-620	-3,0	16 308	-568	-3,4	3 549	-52	-1,4	3 208	1 280	66,4	13,91	-0,1	8,04		
09 I		19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,2	8,84		
II		18 945	-1 480	-7,2	15 737	-1 116	-6,6	3 208	-364	-10,2	4 138	1 756	73,7	17,92	-1,9	9,37		
III		18 870	-1 476	-7,3	15 650	-1 096	-6,5	3 220	-380	-10,6	4 123	1 525	58,7	17,93	-2,2	9,69		
IV		18 646	-1 211	-6,1	15 493	-816	-5,0	3 153	-395	-11,1	4 327	1 119	34,9	18,83	-2,1	9,87		
10 I		18 394	-697	-3,6	15 253	-590	-3,7	3 141	-107	-3,3	4 613	602	15,0	20,05	-1,3	9,94		
II		18 477	-468	-2,5	15 363	-373	-2,4	3 113	-95	-3,0	4 646	508	12,3	20,09	-0,6	10,00		
III		18 547	-323	-1,7	15 456	-194	-1,2	3 090	-130	-4,0	4 575	451	10,9	19,79	-0,1	10,01		
IV		18 408	-238	-1,3	15 314	-178	-1,2	3 094	-59	-1,9	4 697	370	8,6	20,33	0,2	10,00		

OCCUPADOS Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE Tasas de variación interanual



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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual y porcentajes

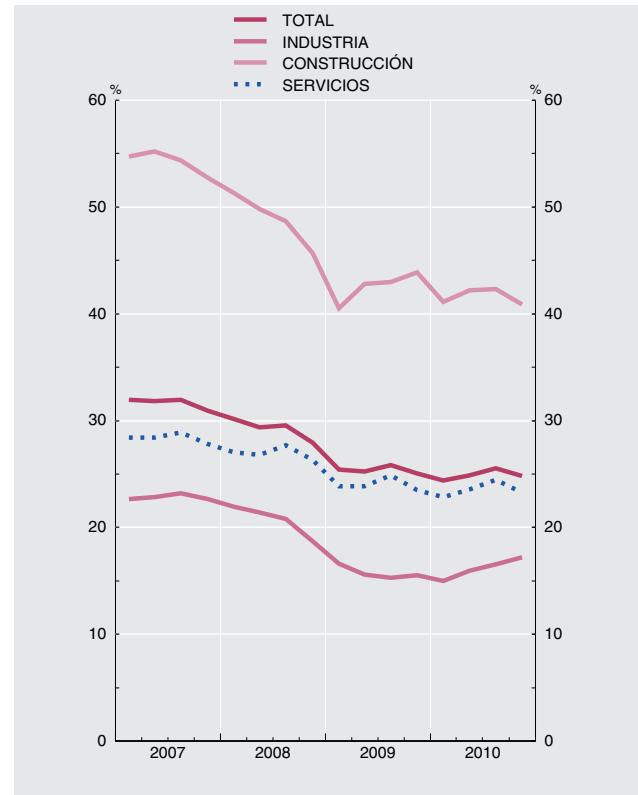
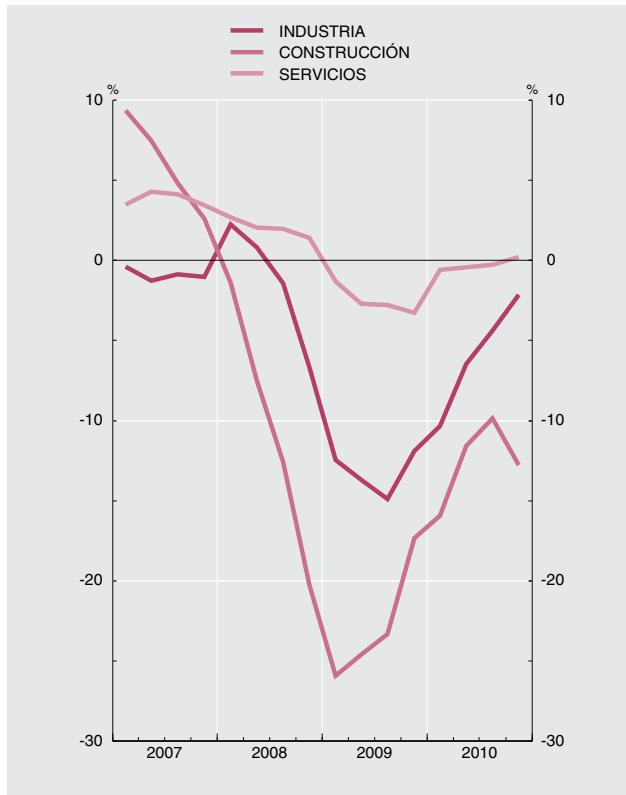
		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,0	58,6	-0,9	-0,5	22,8	6,0	6,7	54,3	3,8	3,8	28,4	3,3
08	M	-0,5	-0,5	29,2	-5,1	-8,0	58,0	-1,3	-1,3	20,7	-10,4	-12,2	48,9	2,0	2,3	27,0	-0,3
09	M	-6,8	-6,0	25,4	-4,0	-0,1	59,0	-13,3	-13,1	15,8	-23,0	-25,0	42,6	-2,5	-1,3	24,0	-6,9
09 I-IV	M	-6,8	-6,0	25,4	-4,0	-0,1	59,0	-13,3	-13,1	15,8	-23,0	-25,0	42,6	-2,5	-1,3	24,0	-6,2
10 I-IV	M	-2,3	-2,1	24,9	0,9	5,4	59,1	-5,9	-5,2	16,2	-12,6	-14,9	41,6	-0,3	-0,1	23,5	-1,5
08 II		0,3	0,4	29,4	-4,4	-8,7	56,6	0,8	1,1	21,4	-7,5	-8,8	49,8	2,0	2,5	26,8	0,5
08 III		-0,8	-0,7	29,5	-4,6	-9,5	54,2	-1,4	-1,6	20,8	-12,6	-14,1	48,7	2,0	2,4	27,7	-0,6
08 IV		-3,0	-3,4	27,9	-4,8	-3,4	59,8	-6,7	-7,7	18,7	-20,2	-23,8	45,7	1,4	1,7	26,3	-3,0
09 I		-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6
09 II		-7,2	-6,6	25,2	-4,2	0,8	57,1	-13,7	-14,0	15,6	-24,6	-26,4	42,8	-2,7	-1,6	23,9	-7,4
09 III		-7,3	-6,5	25,9	-6,4	-3,5	56,9	-14,9	-15,0	15,3	-23,3	-24,5	43,0	-2,8	-1,7	24,9	-7,3
09 IV		-6,1	-5,0	25,1	-2,6	-1,5	59,2	-11,9	-11,4	15,5	-17,3	-17,6	43,9	-3,3	-1,8	23,5	-6,2
10 I		-3,6	-3,7	24,4	-0,3	2,4	62,7	-10,4	-10,9	15,0	-15,9	-17,2	41,1	-0,6	-0,5	22,8	-3,8
10 II		-2,5	-2,4	24,9	-1,1	1,1	57,1	-6,4	-5,6	15,9	-11,6	-14,8	42,2	-0,4	-0,2	23,6	-2,5
10 III		-1,7	-1,2	25,6	2,3	11,2	55,4	-4,4	-3,2	16,5	-9,8	-12,3	42,3	-0,3	0,2	24,5	-1,9
10 IV		-1,3	-1,2	24,8	2,8	7,7	61,3	-2,2	-0,7	17,2	-12,8	-15,1	40,9	0,2	0,1	23,3	-1,5

Ocupados

Tasas de variación interanual

RATIOS DE TEMPORALIDAD

Porcentajes



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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

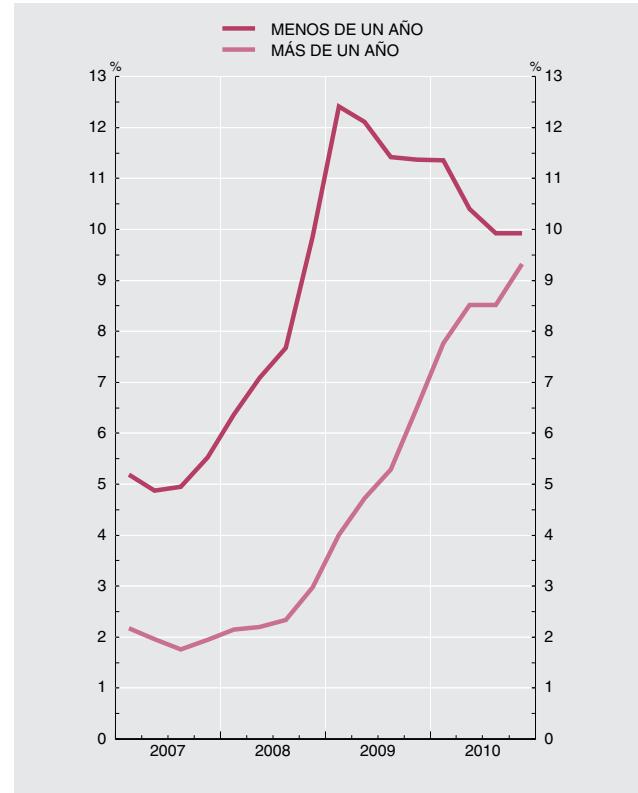
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Asalariados												Parados			
	Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración					
	Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año			
	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4		
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6	
08	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-112	-0,8	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0	
09	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-1 036	-7,1	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0	
09 I-IV	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-857	-6,0	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0	
10 I-IV	M	-175	-1,5	-159	-4,0	24,91	-204	-1,5	50	2,4	13,95	10,40	-11,9	8,53	66,7	
08 II		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7	
///		320	2,8	-444	-8,2	29,53	-175	-1,2	52	2,7	11,72	7,67	59,5	2,34	36,3	
/V		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8	
09 I		70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0	
II		-135	-1,1	-981	-19,8	25,24	-1 155	-7,8	39	1,9	13,48	12,11	72,9	4,72	117,2	
///		-197	-1,7	-899	-18,2	25,85	-1 136	-7,7	40	2,0	12,79	11,42	49,2	5,29	127,2	
/V		-148	-1,3	-668	-14,7	25,08	-857	-6,0	42	2,0	13,87	11,37	14,8	6,50	117,8	
10 I		-285	-2,4	-305	-7,6	24,39	-628	-4,6	39	1,8	13,99	11,36	-8,9	7,77	93,0	
II		-224	-1,9	-149	-3,8	24,88	-436	-3,2	62	2,9	14,21	10,40	-14,0	8,51	80,6	
///		-98	-0,8	-96	-2,4	25,56	-266	-2,0	73	3,6	13,42	9,92	-12,7	8,52	61,9	
/V		-93	-0,8	-86	-2,2	24,82	-204	-1,5	26	1,2	14,20	9,93	-12,2	9,33	44,3	

ASALARIADOS Tasas de variación interanual



PARADOS Tasa de paro



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

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

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

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

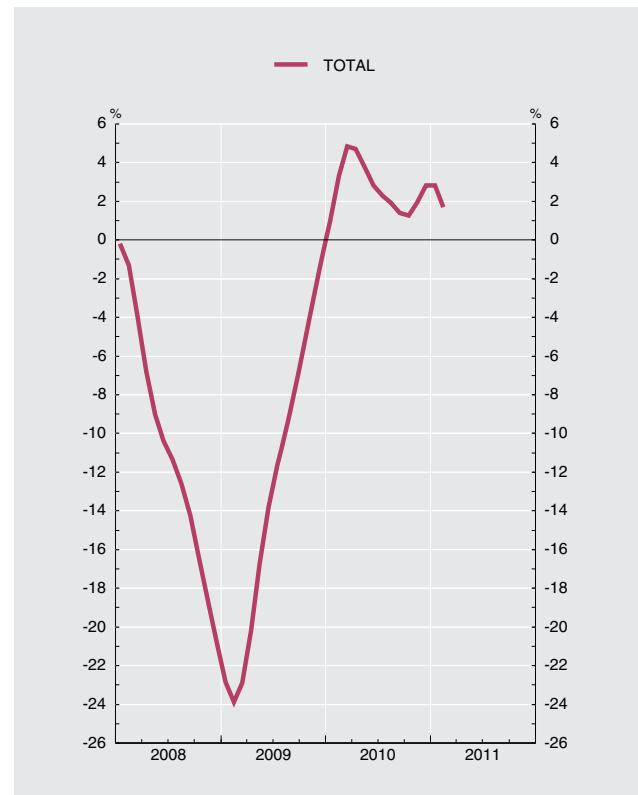
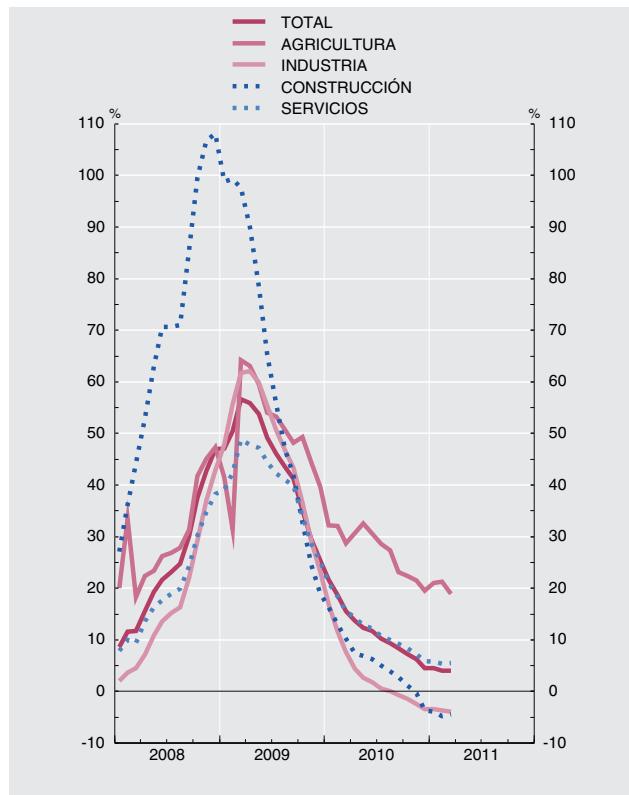
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Paro registrado												Contratos					Colocaciones		
	Total			Sin empleo anterior(a)		Anteriormente empleados (a)								Total		Porcentaje s/total			Total	
	Miles de personas	Variación 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	Agri-cultura	Total	Industria	Construc-ción	Servicios										
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8		
09	M	3 644	1 104	43,5	35,7	45,3	49,9	45,2	47,7	62,5	40,0	1 168	-15,5	9,41	27,97	90,59	1 165	-14,2		
10	M	4 061	417	11,4	35,1	9,9	27,4	9,4	3,1	5,7	12,1	1 201	2,8	8,55	29,26	91,45	1 191	2,3		
10	E-M	M	4 115	644	18,5	49,7	16,7	31,0	16,3	12,0	13,2	18,3	1 089	2,0	9,59	26,61	90,41	1 077	2,4	
11	E-M	M	4 288	173	4,2	23,4	2,7	20,4	2,1	-3,7	-4,3	5,5	1 094	0,4	9,39	28,02	90,61	...	...
10	Feb		4 131	649	18,6	50,9	16,6	32,0	16,2	11,6	13,0	18,4	1 028	1,1	9,84	26,74	90,16	1 024	2,5	
	Mar		4 167	561	15,6	44,3	13,7	28,8	13,2	7,6	10,3	15,6	1 189	12,1	9,92	28,08	90,08	1 178	12,5	
	Abr		4 142	498	13,7	40,0	11,8	30,8	11,3	4,5	7,4	14,3	1 079	4,6	9,55	28,66	90,45	1 069	3,7	
	May		4 066	446	12,3	36,1	10,6	32,6	10,0	2,7	6,9	12,8	1 182	6,5	9,16	28,97	90,84	1 198	7,9	
	Jun		3 982	417	11,7	35,3	9,9	30,6	9,3	1,8	6,3	12,2	1 298	1,8	7,61	29,42	92,39	1 244	-1,2	
	Jul		3 909	364	10,3	32,3	8,6	28,6	8,0	0,5	5,0	10,8	1 397	-0,4	6,86	31,51	93,14	1 386	0,3	
	Ago		3 970	341	9,4	30,1	7,8	27,3	7,2	0,0	3,9	10,0	1 010	6,9	6,62	28,59	93,38	1 021	6,0	
	Sep		4 018	308	8,3	26,3	6,9	23,1	6,4	-0,7	2,8	9,2	1 390	2,6	8,78	31,88	91,22	1 442	3,1	
	Oct		4 086	278	7,3	23,9	5,9	22,4	5,4	-1,4	1,1	8,4	1 346	-0,9	8,80	33,12	91,20	1 295	-6,1	
	Nov		4 110	241	6,2	24,1	4,8	21,5	4,2	-2,4	-0,4	7,2	1 257	4,4	8,60	30,86	91,40	1 243	4,5	
	Dic		4 100	176	4,5	24,7	2,9	19,5	2,4	-3,4	-3,7	5,8	1 190	4,6	7,83	28,24	92,17	1 165	5,4	
11	Ene		4 231	183	4,5	25,5	2,9	21,0	2,3	-3,4	-3,9	5,7	1 116	6,3	9,21	26,03	90,79	1 116	8,3	
	Feb		4 299	169	4,1	24,0	2,5	21,3	1,9	-3,7	-4,7	5,4	1 011	-1,6	9,33	28,08	90,67	1 004	-1,9	
	Mar		4 334	167	4,0	20,8	2,6	18,9	2,1	-3,9	-4,4	5,5	1 155	-2,9	9,62	29,94	90,38	...	...

PARO REGISTRADO Tasas de variación interanual

COLOCACIONES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

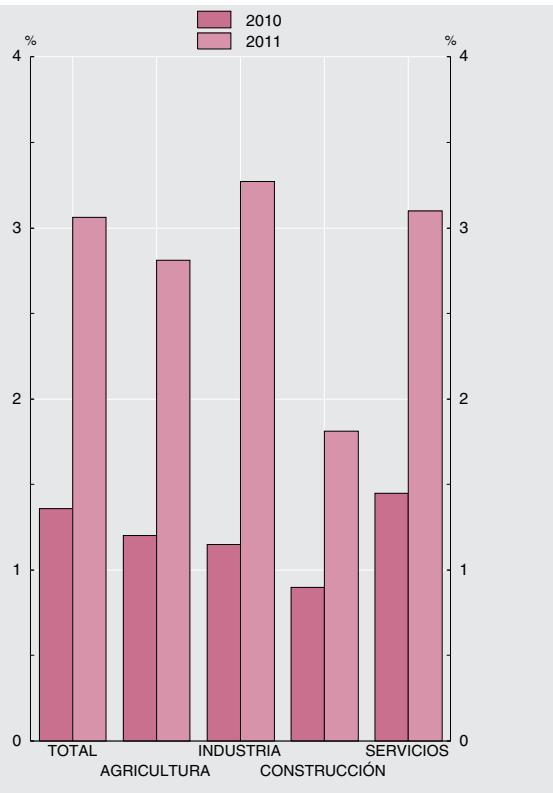
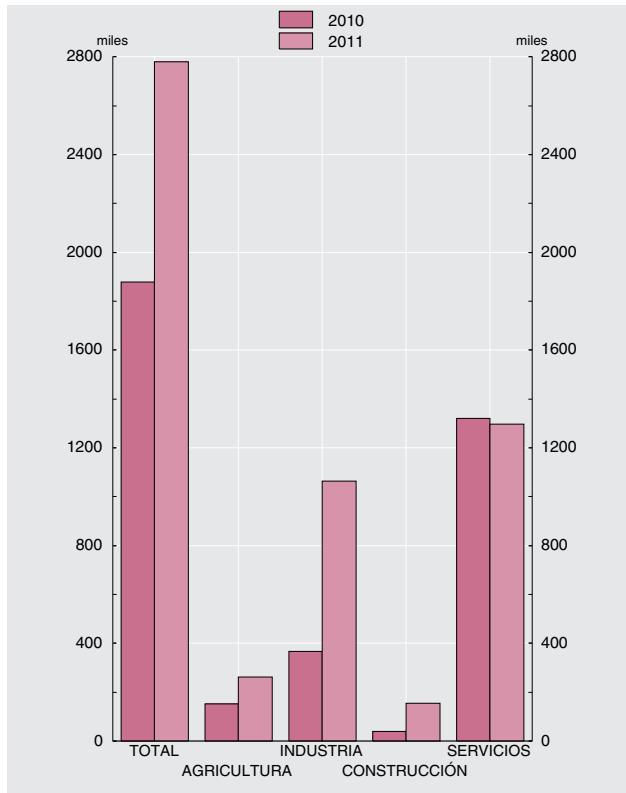
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas y porcentajes

Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro													
		Miles de trabajadores afectados (a)						Incremento salarial medio pactado									
		Por revisados	Por firmados	Total	Variación interanual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
08	11 968	3,60	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
09	11 307	2,25	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
10	8 466	2,17	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
09 Oct	11 306	2,24	7 491	895	8 386	19	480	2 005	1 146	4 755	2,63	2,30	2,59	2,40	2,48	3,58	2,42
Nov	11 306	2,24	7 537	1 052	8 589	4	481	2 038	1 158	4 913	2,63	2,35	2,60	2,40	2,48	3,57	2,44
Dic	11 307	2,25	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
10 Ene	8 018	2,18	1 154	-	1 154	-2 340	131	241	4	778	1,62	-	1,62	1,30	1,12	1,96	1,82
Feb	8 037	2,18	1 393	0	1 393	-4 590	151	337	39	866	1,52	1,54	1,52	1,20	1,18	0,90	1,73
Mar	8 073	2,18	1 754	126	1 879	-4 355	152	366	40	1 321	1,38	1,04	1,36	1,20	1,15	0,90	1,45
Abr	8 346	2,17	2 625	156	2 781	-3 993	224	715	40	1 802	1,29	1,04	1,27	1,46	0,94	0,90	1,39
May	8 350	2,17	2 890	194	3 083	-3 915	234	831	41	1 978	1,33	1,06	1,31	1,59	1,04	0,90	1,40
Jun	8 388	2,16	3 396	208	3 604	-3 781	234	1 060	81	2 229	1,31	1,06	1,30	1,59	1,00	1,76	1,39
Jul	8 403	2,16	3 548	224	3 771	-3 665	235	1 100	66	2 371	1,30	1,13	1,29	1,58	1,02	1,41	1,38
Ago	8 404	2,16	3 766	290	4 056	-3 391	236	1 319	66	2 435	1,29	1,10	1,28	1,58	1,01	1,41	1,39
Sep	8 425	2,16	4 786	344	5 130	-2 698	238	1 354	910	2 628	1,32	1,09	1,31	1,58	1,02	1,49	1,37
Oct	8 465	2,17	5 381	821	6 202	-2 183	429	1 537	1 084	3 153	1,33	1,10	1,30	1,39	1,04	1,49	1,34
Nov	8 466	2,17	6 047	917	6 964	-1 625	520	1 664	1 084	3 696	1,32	1,09	1,29	1,32	1,08	1,49	1,32
Dic	8 466	2,17	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
11 Ene	2 745	3,09	1 372	0	1 373	219	210	438	12	712	2,98	0,50	2,98	2,90	2,95	1,62	3,04
Feb	2 745	3,06	2 230	0	2 230	837	263	712	32	1 223	3,12	0,50	3,12	2,81	3,16	3,45	3,15
Mar	2 776	3,04	2 754	26	2 780	901	263	1 064	155	1 298	3,08	1,66	3,06	2,81	3,27	1,81	3,10

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-marzo

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-marzo



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2009, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2010 no incorpora tales revisiones.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

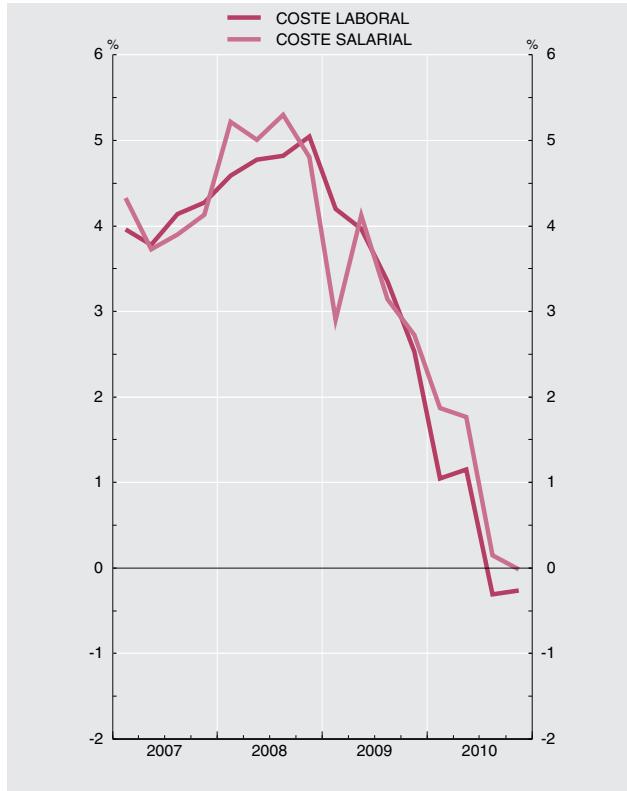
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Coste laboral					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)						
		Por trabajador y mes		Por hora efectiva			Por trabajador y mes		Por hora efectiva											
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13								
07	M	4,0	3,6	4,9	4,1	4,6	4,0	3,4	4,6	4,2	4,5	4,1	4,8	2,6						
08	M	4,8	4,4	6,3	4,9	4,6	5,1	4,8	6,3	5,0	4,9	4,1	4,6	3,5						
09	M	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	4,9	2,9						
09	I-IV	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	4,9	2,9						
10	I-IV	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,4	1,5						
08	II	4,8	5,5	6,0	4,6	1,8	5,0	4,9	7,1	4,7	2,0	4,1	4,0	2,8						
	III	4,8	3,9	5,7	5,2	5,4	5,3	4,6	6,1	5,4	6,0	3,5	4,7	3,3						
	IV	5,0	4,6	7,9	5,0	3,0	4,8	4,5	6,6	4,7	2,7	5,8	4,7	4,2						
09	I	4,2	3,8	6,5	4,1	3,7	2,9	1,2	4,6	3,0	2,4	7,8	4,9	3,2						
	II	4,0	3,1	6,3	4,1	9,6	4,1	2,4	5,8	4,3	9,8	3,5	5,7	3,4						
	III	3,4	2,9	5,0	3,5	4,2	3,1	2,0	4,9	3,2	3,9	3,9	5,2	2,9						
	IV	2,5	2,7	4,1	2,5	5,1	2,7	2,5	5,3	2,5	5,3	1,9	4,0	2,0						
10	I	1,0	2,1	0,7	1,0	2,1	1,9	2,8	1,9	1,6	2,9	-1,1	1,7	1,9						
	II	1,2	2,5	0,4	1,1	0,8	1,8	3,0	1,4	1,6	1,4	-0,6	1,2	1,5						
	III	-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-1,2	0,9						
	IV	-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-	1,6						

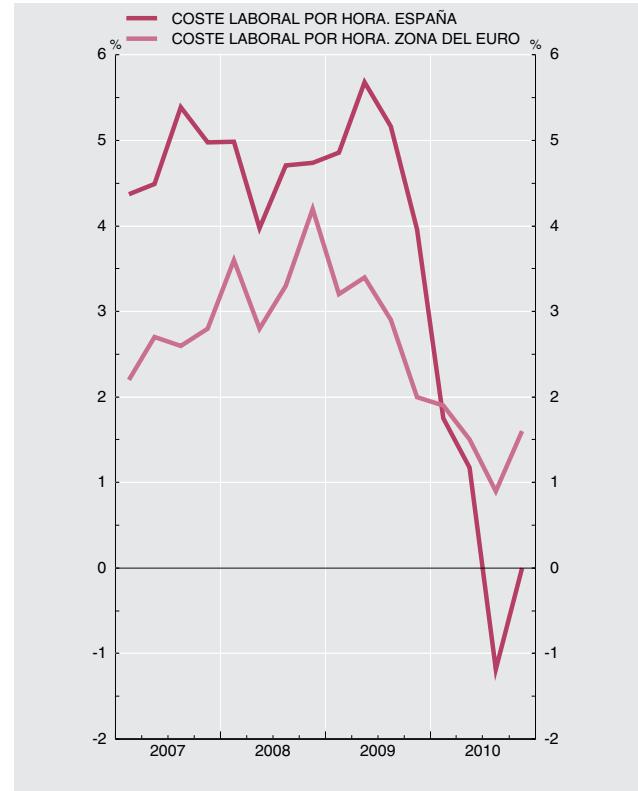
POR TRABAJADOR Y MES

Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA

Tasas de variación interanual



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

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

a. Corregido de efecto calendario.

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

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

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

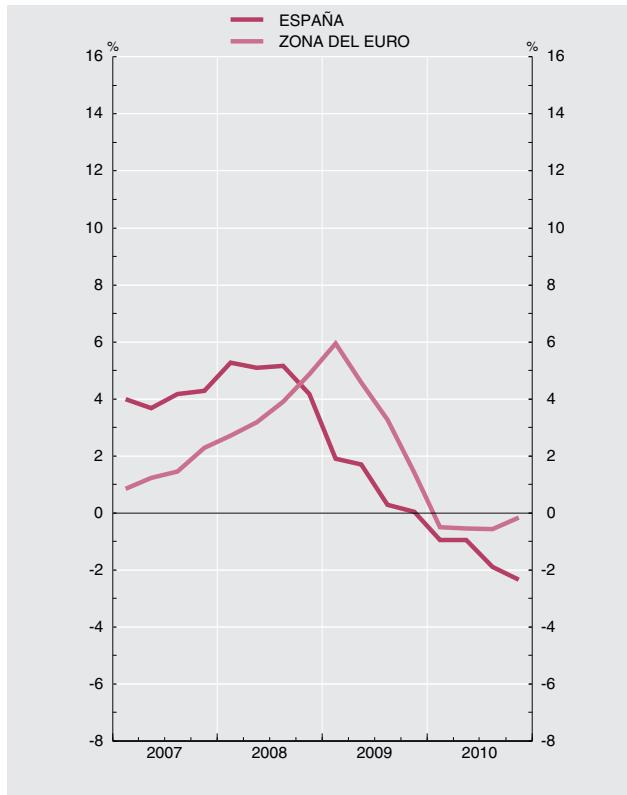
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria			
	Total economía		Manufacturas		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía	
	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España (d)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (d)	Zona del euro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
08	P	4,9	3,7	6,9	5,7	6,4	3,2	1,4	-0,4	0,9	0,3	-0,5
09	P	1,0	3,8	2,8	9,3	4,1	1,4	3,1	-2,2	-3,7	-4,1	-6,6
10	P	-1,5	-0,4	-4,6	-5,2	0,7	1,7	2,3	2,2	-0,1	1,7	-2,4
08 /	P	5,3	2,7	7,0	2,3	6,3	3,3	1,0	0,6	2,8	2,1	1,7
II	P	5,1	3,2	8,0	3,0	6,7	3,3	1,5	0,1	1,9	1,2	0,4
III	P	5,2	3,9	6,8	5,9	6,3	3,5	1,1	-0,4	0,3	0,1	-0,8
IV	P	4,2	4,9	5,8	11,7	6,2	2,7	2,0	-2,0	-1,4	-2,1	-3,3
09 /	P	1,9	6,0	4,5	15,8	4,8	1,7	2,9	-4,0	-3,5	-5,2	-6,2
II	P	1,7	4,6	4,5	13,0	4,5	1,3	2,8	-3,1	-4,4	-4,9	-7,1
III	P	0,3	3,3	1,7	7,4	3,9	1,3	3,6	-1,9	-3,9	-4,0	-7,2
IV	P	0,0	1,4	0,4	1,0	3,2	1,4	3,1	0,0	-3,0	-2,1	-6,0
10 /	P	-0,9	-0,5	-5,7	-6,6	1,7	1,6	2,7	2,2	-1,4	0,8	-3,9
II	P	-0,9	-0,5	-6,0	-6,6	1,5	2,1	2,5	2,6	-0,0	2,0	-2,4
III	P	-1,9	-0,6	-4,1	-4,1	-0,1	1,5	1,8	2,1	0,2	2,0	-1,6
IV	P	-2,3	-0,2	-2,4	-3,5	-0,4	1,6	2,0	1,8	0,6	2,0	-1,4

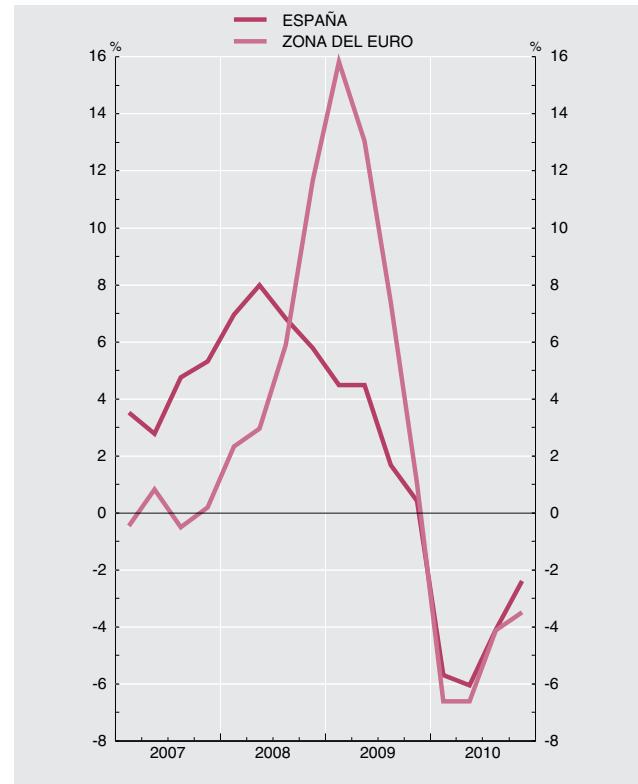
COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL

Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS

Tasas de variación interanual



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

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

b. Ramas industriales.

c. Ramas industriales y energía.

d. Empleo equivalente a tiempo completo.

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

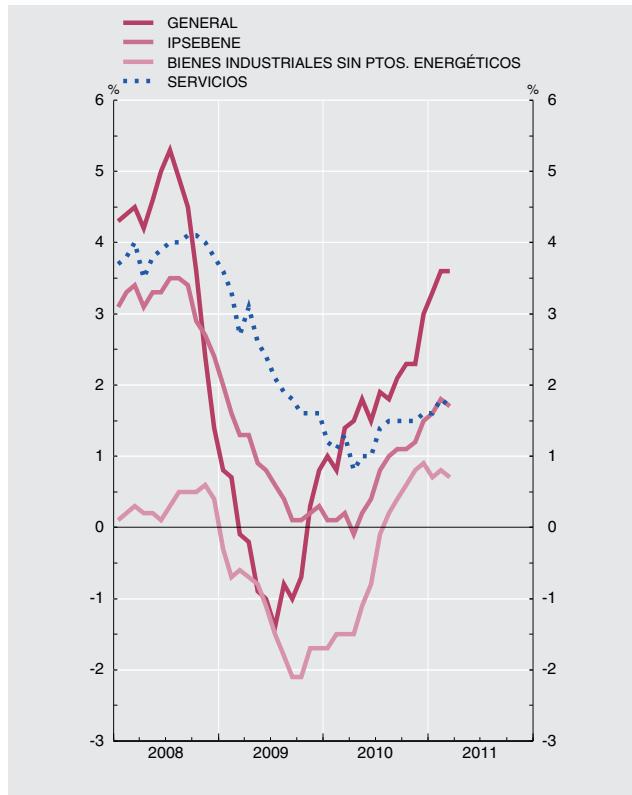
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100%)					Tasa de variación interanual ($\frac{1}{12}$)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
	Serie original	m ₁ (a)	1 _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	
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,0	3,1
09	M	106,7	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3
10	M	108,6	—	1,8	3,0	0,0	1,0	-0,4	12,6	1,3	0,6	100,8	6,2
10 E-M	M	106,8	-0,2	1,1	-0,9	-3,0	0,5	-1,6	11,8	1,2	0,1	103,6	0,3
11 E-M	M	110,5	0,0	3,5	-0,4	2,8	3,4	0,7	18,5	1,7	1,7	...	...
09 Dic		107,8	-	0,8	0,8	-3,1	0,7	-1,7	7,5	1,6	0,3	95,0	-5,5
10 Ene		106,7	-1,0	1,0	-1,0	-3,2	0,5	-1,7	11,4	1,2	0,1	95,4	-5,5
Feb		106,5	-0,2	0,8	-1,2	-3,8	0,5	-1,5	9,9	1,1	0,1	103,9	1,0
Mar		107,3	0,7	1,4	-0,5	-2,2	0,6	-1,5	13,9	1,3	0,2	111,4	5,6
Abr		108,4	1,1	1,5	0,6	-1,3	0,5	-1,5	16,7	0,8	-0,1	110,9	2,8
May		108,7	0,2	1,8	0,8	-0,8	0,9	-1,1	16,4	1,0	0,2	115,8	13,7
Jun		108,9	0,2	1,5	1,0	0,5	1,2	-0,8	10,9	1,0	0,4	101,8	8,6
Jul		108,4	-0,4	1,9	0,6	1,1	0,7	-0,1	11,8	1,4	0,8	87,0	4,5
Ago		108,6	0,3	1,8	0,8	1,6	0,8	0,2	8,9	1,5	1,0	88,5	5,1
Sep		108,7	0,1	2,1	0,9	1,3	1,1	0,4	11,1	1,5	1,1	97,6	8,0
Oct		109,7	0,9	2,3	1,8	2,1	1,1	0,6	12,6	1,5	1,1	100,9	10,3
Nov		110,3	0,5	2,3	2,4	2,2	1,3	0,8	11,7	1,5	1,2	101,7	10,3
Dic		111,0	0,6	3,0	3,0	2,6	2,6	0,9	15,6	1,6	1,5	103,1	8,5
11 Ene		110,2	-0,7	3,3	-0,7	2,3	3,1	0,7	17,6	1,6	1,6	...	...
Feb		110,3	0,1	3,6	-0,6	2,9	3,4	0,8	19,0	1,8	1,8	...	...
Mar		111,1	0,7	3,6	0,1	3,1	3,7	0,7	18,9	1,7	1,7	...	...

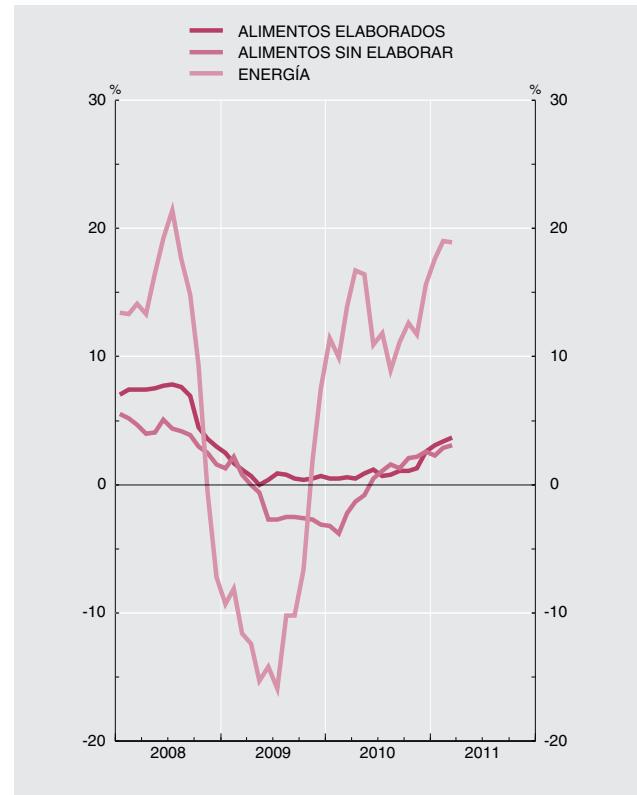
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

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

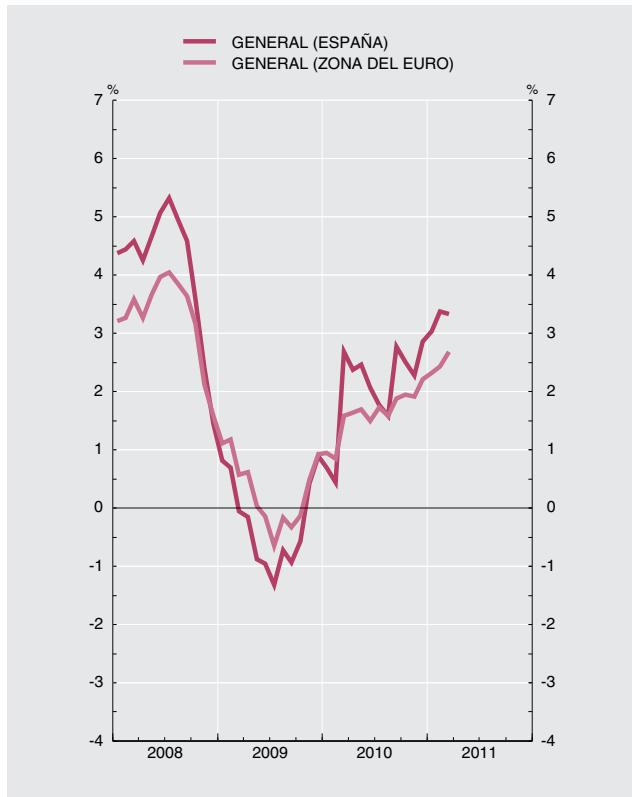
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Índice general				Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro		
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía					
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro				
08	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6		
09	M	-0,2	0,3	-1,8	-0,9	0,2	0,7	1,0	1,1	-0,7	0,2	-2,9	-1,7	-0,9	0,6	-9,0	-8,1	2,2	2,0		
10	M	2,0	1,6	2,7	1,8	1,1	1,1	1,4	0,9	0,7	1,3	3,5	2,2	0,3	0,5	12,5	7,4	1,1	1,4		
10 E-M	M	1,3	1,1	1,4	0,9	0,1	0,1	1,1	0,6	-0,9	-0,6	2,1	1,3	-1,3	0,1	11,6	4,8	1,0	1,5		
11 E-M	M P	3,2	2,5	4,4	3,1	2,6	2,2	4,0	2,1	1,1	2,3	5,3	3,6	0,4	0,5	18,5	12,7	1,6	1,6		
09 Dic		0,9	0,9	0,5	0,5	-0,5	-0,2	1,3	0,7	-2,4	-1,6	1,1	0,8	-1,1	0,4	7,4	1,8	1,4	1,6		
10 Ene		0,7	0,9	0,4	0,6	-0,2	-0,1	1,1	0,6	-1,5	-1,1	0,6	0,9	-3,1	-0,1	11,3	4,0	1,1	1,4		
Feb		0,4	0,8	0,1	0,5	-0,3	-	1,1	0,6	-1,8	-1,0	0,2	0,7	-3,2	-0,1	9,8	3,3	0,9	1,3		
Mar		2,7	1,6	3,7	1,6	0,8	0,4	1,2	0,5	0,5	0,3	5,3	2,2	2,3	0,5	13,8	7,2	1,1	1,6		
Abr		2,4	1,6	3,6	2,0	1,0	0,8	0,9	0,6	1,1	1,2	4,9	2,5	0,9	0,4	16,6	9,1	0,6	1,2		
May		2,5	1,7	3,5	2,0	1,1	0,8	1,4	0,9	0,8	0,7	4,9	2,6	0,9	0,5	16,3	9,2	0,8	1,3		
Jun		2,1	1,5	2,9	1,6	1,6	0,9	1,8	0,9	1,4	1,1	3,6	2,0	1,0	0,6	10,8	6,2	0,9	1,3		
Jul		1,8	1,7	2,1	2,0	1,1	1,3	0,9	0,9	1,4	2,1	2,6	2,3	-0,7	0,4	11,7	8,1	1,2	1,4		
Ago		1,6	1,6	1,7	1,7	1,3	1,6	1,1	1,0	1,7	2,5	1,8	1,7	-0,7	0,3	8,9	6,1	1,4	1,4		
Sep		2,8	1,9	3,7	2,2	0,7	1,5	1,4	1,0	-	2,3	5,3	2,6	3,2	0,9	11,0	7,7	1,4	1,4		
Oct		2,5	1,9	3,3	2,4	1,3	1,6	1,3	1,2	1,2	2,3	4,4	2,7	1,5	0,8	12,6	8,5	1,3	1,4		
Nov		2,3	1,9	2,9	2,3	1,5	1,8	1,4	1,3	1,6	2,6	3,6	2,6	0,7	0,9	11,7	7,9	1,4	1,3		
Dic		2,9	2,2	3,8	2,9	2,6	2,1	3,1	1,5	2,0	3,2	4,5	3,2	0,5	0,7	15,6	11,0	1,4	1,3		
11 Ene		3,0	2,3	4,0	2,9	2,2	1,9	3,7	1,8	0,7	2,2	5,0	3,4	0,3	0,5	17,6	12,0	1,5	1,5		
Feb		3,4	2,4	4,5	3,0	2,8	2,3	4,0	2,0	1,6	2,7	5,4	3,4	0,3	0,1	19,0	13,1	1,7	1,6		
Mar	P	3,3	2,7	4,5	3,4	2,7	2,4	4,3	2,5	1,1	2,2	5,5	4,0	0,6	0,9	18,9	13,0	1,6	1,6		

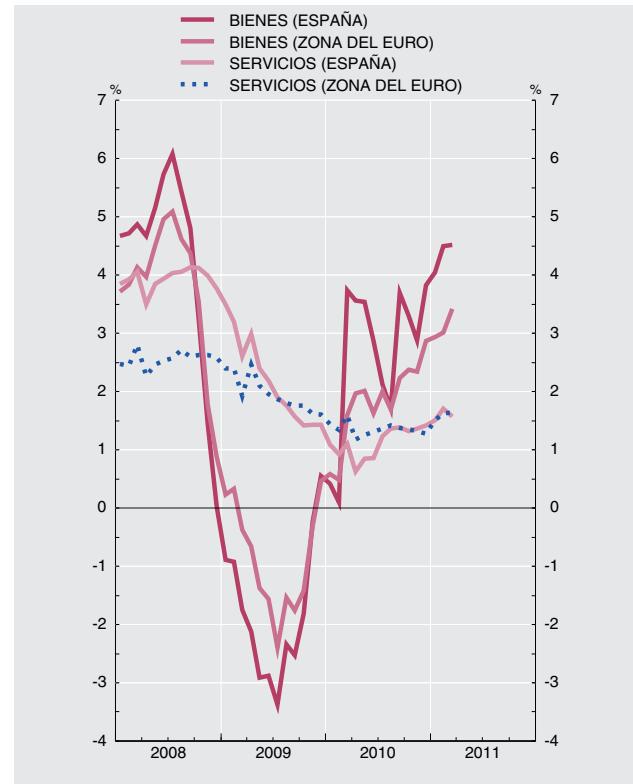
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

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 2005 = 100

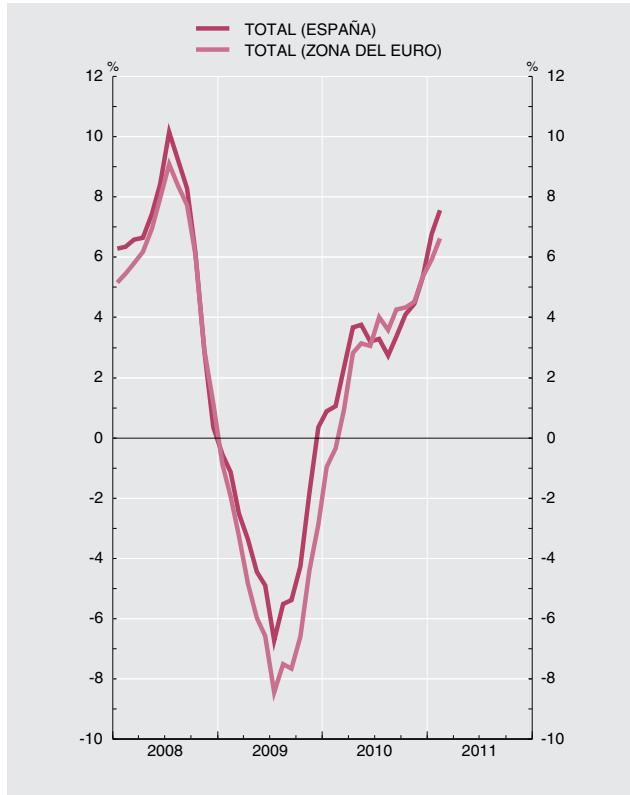
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Serie original	General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro					
		m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	Total	1 T 12	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
08	MP	116,3	—	6,5	—	4,4	—	2,5	—	5,5	—	14,3	6,1	3,9	2,1	3,9	14,3	
09	MP	112,4	—	-3,4	—	-0,6	—	0,8	—	-5,4	—	-6,8	-5,1	-2,1	0,5	-5,2	-11,5	
10	MP	115,9	—	3,2	—	0,2	—	0,2	—	2,9	—	9,8	2,9	0,4	0,3	3,5	6,5	
10	E-F	MP	113,7	—	1,0	—	-0,6	—	-0,1	—	-0,7	—	6,6	-0,7	-0,6	-0,6	-1,0	-1,0
11	E-F	MP	121,9	—	7,2	—	1,7	—	1,0	—	7,4	—	17,8	6,3	2,2	1,2	7,7	12,3
09	Nov	P	112,4	-	-1,8	-0,3	-0,6	-	0,2	-0,4	-4,6	0,8	-0,7	-4,4	-2,4	-0,6	-4,9	-8,7
	Dic	P	112,5	0,1	0,4	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	-2,7	0,2	6,3	-2,9	-2,0	-0,5	-3,5	-5,0
10	Ene	P	113,6	1,0	0,9	0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,6	-0,9	3,2	6,3	-1,0	-0,7	-0,6	-1,5	-1,5
	Feb	P	113,8	0,2	1,1	-	-0,6	0,2	-	0,3	-0,4	0,4	6,8	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5
	Mar	P	114,6	0,7	2,3	0,1	-0,1	-0,1	-	0,4	0,4	2,2	10,1	0,9	-0,4	0,8	3,1	
	Abr	P	115,8	1,0	3,7	-	0,1	-	-0,1	1,3	2,4	13,1	2,8	-0,3	-0,0	2,7	7,9	
	May	P	116,0	0,2	3,8	-0,1	0,2	-	-0,1	0,8	3,5	0,2	12,0	3,1	-0,0	0,3	3,9	7,4
	Jun	P	116,1	0,1	3,2	0,1	0,3	0,1	0,1	-	3,7	0,2	8,7	3,1	0,2	0,4	4,3	6,2
	Jul	P	116,0	-0,1	3,3	-	0,2	-	0,2	-0,3	3,2	-0,1	9,8	4,0	0,4	0,6	4,5	9,6
	Ago	P	116,1	0,1	2,7	0,3	-	0,2	0,5	0,6	3,4	-0,9	7,0	3,6	0,5	0,7	4,7	7,4
	Sep	P	116,3	0,2	3,4	0,3	0,2	0,1	0,5	0,5	4,0	-0,2	9,1	4,3	0,8	0,7	5,1	9,4
	Oct	P	117,0	0,6	4,1	0,1	0,6	-	0,5	0,2	4,3	1,9	10,5	4,3	1,2	0,7	5,5	8,7
	Nov	P	117,4	0,3	4,4	-0,1	0,8	0,1	0,6	0,4	5,1	1,0	10,7	4,5	1,5	0,9	5,8	8,8
	Dic	P	118,5	0,9	5,3	0,4	1,3	-	0,7	0,7	5,7	2,7	13,5	5,4	1,7	0,7	6,3	11,2
11	Ene	P	121,3	2,4	6,8	0,5	1,5	0,5	1,0	1,7	6,8	6,7	17,3	5,9	2,0	1,1	7,3	11,8
	Feb	P	122,4	0,9	7,6	0,5	1,9	0,2	1,0	1,2	7,9	1,2	18,3	6,6	2,4	1,2	8,1	12,8

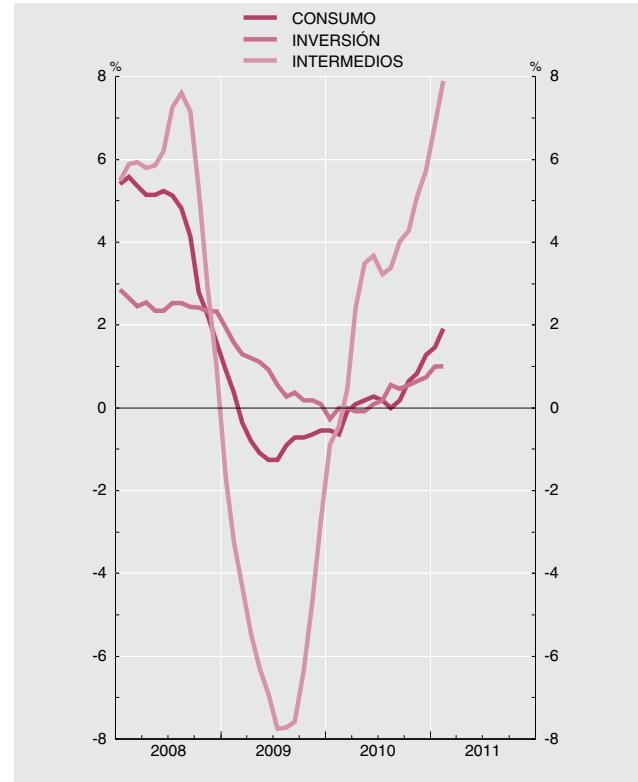
ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

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.

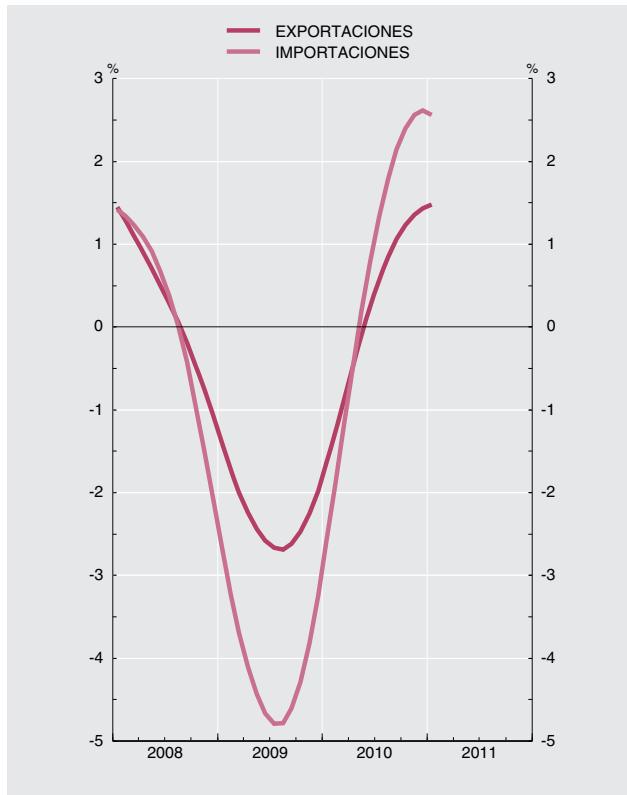
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

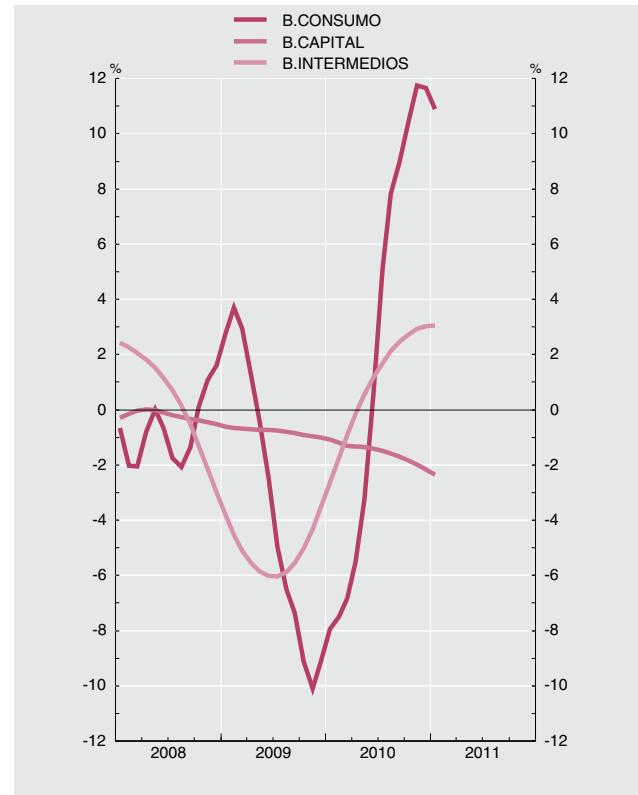
Tasas de variación interanual

	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
08	1,9	0,7	1,7	2,7	30,9	0,1	3,8	0,1	1,9	5,7	21,3	-0,7
09	-6,8	-2,8	-6,3	-9,6	-29,8	-7,0	-10,6	-3,2	-5,1	-14,4	-27,5	-8,9
10	2,5	2,5	-5,3	4,0	12,9	3,5	5,2	2,6	3,2	6,8	24,3	2,4
10 E-E	-2,9	-3,1	-6,2	-2,3	-8,1	-1,3	-1,5	-6,3	4,5	0,2	14,6	-3,7
11 E-E	5,9	4,9	-2,6	8,1	48,4	5,9	11,7	9,9	-9,1	14,5	29,2	7,9
09 Ago	-11,2	-5,1	-8,5	-14,9	-42,1	-10,2	-16,4	-11,3	-15,0	-18,7	-29,7	-12,8
Sep	-8,6	-2,4	-16,6	-11,5	-37,8	-7,7	-12,9	-0,5	-17,6	-17,8	-31,3	-12,0
Oct	-6,6	-4,7	11,8	-10,7	-38,5	-7,6	-13,8	-12,1	-4,4	-15,8	-26,0	-11,7
Nov	-8,6	-5,7	-4,4	-11,4	-37,4	-7,9	-12,5	-14,5	-9,8	-12,0	-15,8	-9,8
Dic	-6,7	-2,5	-15,2	-7,9	-26,7	-5,3	-7,2	-8,0	-4,6	-7,3	-2,3	-7,6
10 Ene	-2,9	-3,1	-6,2	-2,3	-8,1	-1,3	-1,5	-6,3	4,5	0,2	14,6	-3,7
Feb	-1,8	1,8	-7,7	-3,1	-3,7	-2,2	-0,8	-8,0	-6,7	4,3	24,9	0,3
Mar	-1,9	1,6	-13,5	-2,3	0,6	-2,3	-1,2	-8,6	-9,9	4,1	26,5	-1,1
Abr	0,3	-4,3	2,2	3,1	13,8	2,4	1,1	-5,3	-5,9	4,6	30,2	-2,0
May	4,1	3,0	-15,0	8,8	19,0	8,6	5,2	-7,3	4,8	10,7	38,4	4,5
Jun	2,7	1,5	-10,2	6,1	11,4	6,2	6,5	0,6	-2,0	9,5	30,5	3,8
Jul	3,8	2,6	-8,0	6,9	17,6	6,0	5,1	7,6	1,3	4,0	17,9	0,6
Ago	6,8	4,3	0,2	8,8	26,1	6,9	12,2	13,4	18,5	10,9	21,2	8,8
Sep	5,6	4,7	7,7	5,6	17,2	5,0	6,6	4,6	16,0	6,9	20,6	3,6
Oct	5,0	6,9	1,0	4,5	21,0	3,5	9,0	12,3	0,4	8,6	22,0	5,2
Nov	4,5	6,3	-8,2	5,3	25,0	4,0	10,0	13,7	14,4	7,6	16,2	5,0
Dic	3,9	4,3	-5,7	5,6	14,3	4,5	10,3	13,0	2,6	10,1	28,4	3,6
11 Ene	5,9	4,9	-2,6	8,1	48,4	5,9	11,7	9,9	-9,1	14,5	29,2	7,9

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

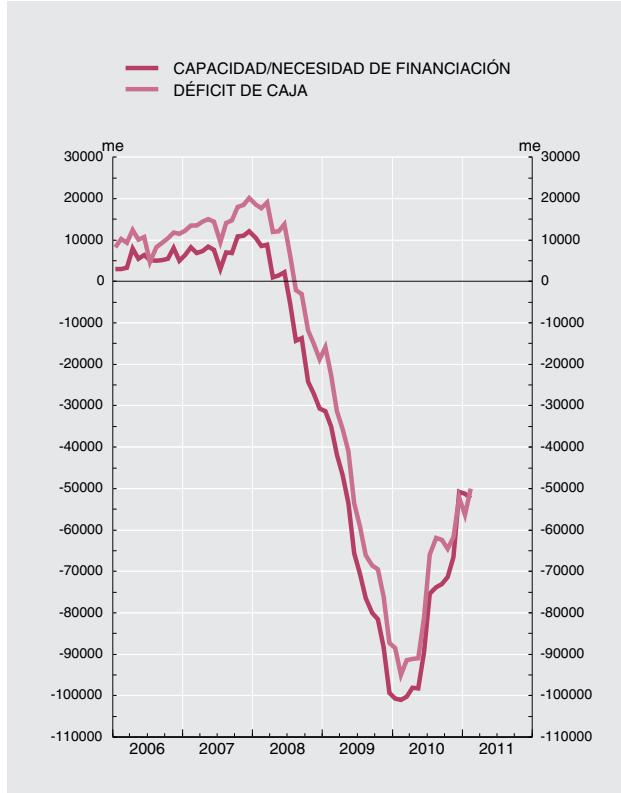
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

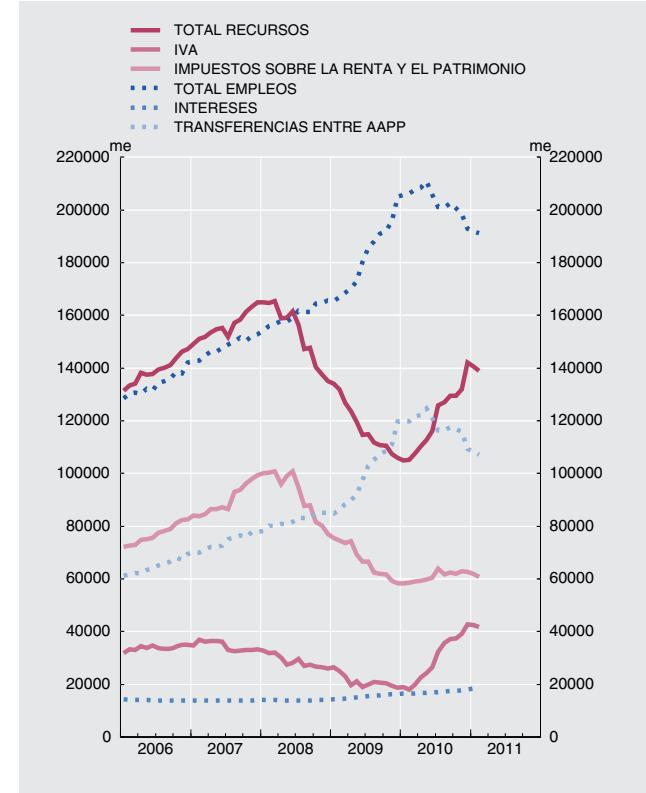
Millones de euros

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- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- ne- ación de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Admi- nis- tracio- nes 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
06	5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	12 098	165 010	33 332	12 938	6 645	99 240	12 855	152 912	18 006	14 024	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	-30 642	135 104	26 065	12 715	7 006	76 927	12 391	165 746	19 179	14 147	85 333	5 911	41 176	-18 747	129 336	148 082
09	P -99 258	105 827	18 767	11 563	8 144	58 234	9 119	205 085	20 141	16 318	119 693	5 988	42 945	-87 281	102 038	189 319
10	A -50 842	141 995	42 685	11 733	8 018	62 767	16 792	192 637	20 173	18 098	109 209	4 648	40 709	-52 235	127 337	179 572
10 E-F	A 3 342	27 521	11 958	1 951	550	12 423	639	24 179	2 864	2 724	13 243	159	5 189	-7 759	27 530	35 288
11 E-F	A 1 878	24 509	11 003	1 279	508	10 340	1 379	22 631	2 764	3 303	11 271	26	5 267	-5 582	22 930	28 512
10 Feb	A 4 068	18 304	12 454	945	220	2 946	1 739	14 236	1 446	1 264	8 322	39	3 165	-4 169	16 805	20 974
Mar	A -12 050	4 276	562	697	1 220	2 690	-893	16 326	1 484	1 438	10 651	77	2 676	-7 787	5 229	13 016
Apr	A 2 906	17 362	5 097	1 099	439	10 181	546	14 456	1 602	1 388	8 517	405	2 544	3 153	16 801	13 648
May	A -13 082	2 529	710	914	264	-229	870	15 611	1 521	1 479	9 877	88	2 646	-10 485	1 746	12 231
Jun	A -10 966	5 078	787	1 108	416	597	2 170	16 044	2 695	1 508	8 690	-57	3 208	-7 916	4 080	11 996
Jul	A 3 984	21 133	9 606	993	546	9 346	642	17 149	1 395	1 524	11 471	187	2 572	1 114	20 944	19 831
Ago	A -9 084	3 952	-1 965	975	522	3 767	653	13 036	1 409	1 539	7 525	108	2 455	-7 374	2 599	9 973
Sep	A -1 618	14 272	4 931	1 084	625	6 366	1 266	15 890	1 470	1 589	9 850	162	2 819	-885	13 747	14 632
Oct	A 5 180	19 574	6 173	1 004	306	11 369	722	14 394	1 460	1 522	8 512	270	2 630	3 090	19 220	16 131
Nov	A -7 514	7 663	1 646	986	223	3 494	1 314	15 177	1 462	1 577	8 989	173	2 976	-8 198	7 313	15 511
Dic	A -11 940	18 635	3 180	922	2 907	2 763	8 863	30 575	2 811	1 810	11 884	3 076	10 994	-9 188	8 127	17 315
11 Ene	A -1 217	7 839	-777	815	243	8 762	-1 204	9 056	1 346	1 870	4 017	-	1 823	-7 706	9 484	17 190
Feb	A 3 095	16 670	11 780	464	265	1 578	2 583	13 575	1 418	1 433	7 254	26	3 444	2 125	13 447	11 322

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

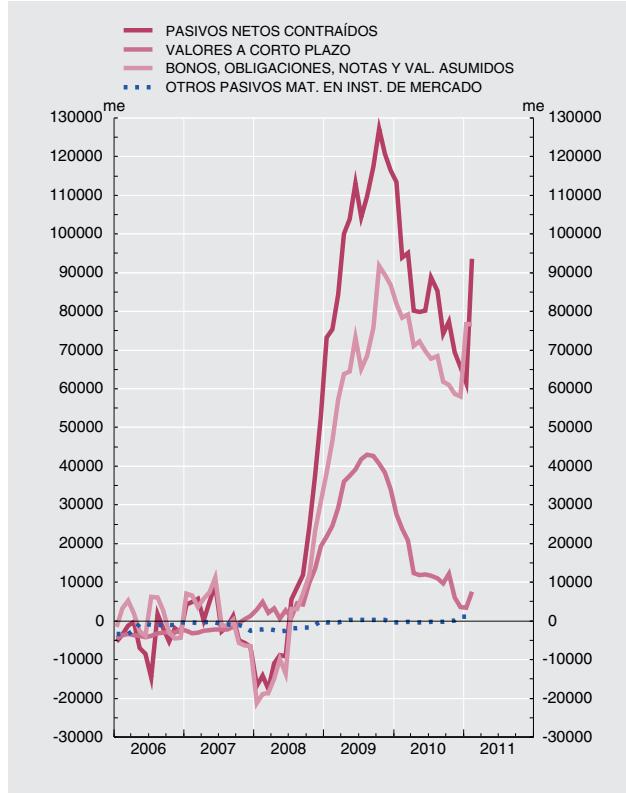
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

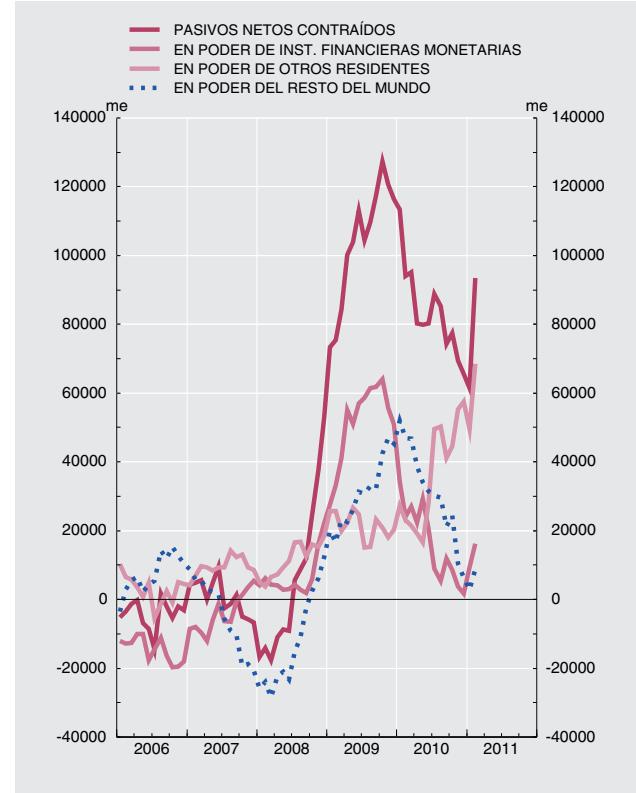
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)		
	Del cual	Depósitos en el Banco de España	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
			Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bulos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes		Resto del mundo			
										Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
06	5 005	1 917	-200	-3 088	-1 195	-2 198	-4 346	-486	-418	4 360	-13 445	-18 000	4 555	10 357	-7 448
07	12 098	5 382	65	-6 716	-118	1 206	-6 475	-519	-2 495	1 567	13 867	5 342	8 525	-20 582	-8 282
08	-30 642	22 314	4 337	52 956	1 227	19 355	30 868	-520	-40	3 293	40 724	22 233	18 491	12 232	49 663
09	P -99 258	17 133	-4 197	116 391	1 524	34 043	86 835	-535	-412	-3 540	71 089	50 819	20 270	45 302	119 931
10	A -50 842	14 719	-5	65 561	-726	3 616	57 958	-544	1 042	3 488	59 264	1 684	57 580	6 297	62 072
10 E-F	A 3 342	-4 081	-104	-7 423	35	-2 719	-1 976	-	-1	-2 727	-9 340	-14 917	5 577	1 917	-4 696
11 E-F	A 1 878	22 417	-5	20 539	29	1 173	16 738	-	4	2 625	16 221	-315	16 536	4 318	17 915
10 Feb	A 4 068	-10 984	-1 280	-15 052	17	-2 128	9 951	-	-17	-22 858	-8 260	-3 870	-4 389	-6 792	7 807
Mar	A -12 050	479	-2	12 529	-69	947	12 495	-	22	-936	8 295	8 908	-613	4 234	13 465
Abr	A 2 906	4 378	-100	1 472	1	-3 070	3 151	-544	-32	1 967	5 704	3 477	2 227	-4 232	-495
May	A -13 082	-4 939	100	8 143	20	597	7 918	-	4	-376	9 623	7 828	1 796	-1 480	8 519
Jun	A -10 966	3 134	20	14 100	-39	1 222	9 062	-	19	3 797	12 671	-106	12 777	1 429	10 303
Jul	A 3 984	7 605	257	3 621	-886	2 500	-8 582	-	175	9 529	5 131	-14 069	19 200	-1 510	-5 907
Ago	A -9 084	-7 081	23	2 003	16	2 495	4 995	-	-6	-5 479	76	-2 421	2 498	1 927	7 483
Sep	A -1 618	5 208	-1	6 826	-23	644	8 852	-	-33	-2 636	6 039	11 885	-5 846	787	9 463
Oct	A 5 180	17 270	2 497	12 090	10	5 037	7 129	-	190	-265	1 775	275	1 500	10 315	12 356
Nov	A -7 514	-4 092	-2 700	3 422	15	-1 919	8 406	-	148	-3 214	8 432	197	8 236	-5 011	6 635
Dic	A -11 940	-3 164	5	8 776	195	-2 116	6 508	-	555	3 829	10 856	627	10 229	-2 080	4 947
11 Ene	A -1 217	2 345	-0	3 562	15	-806	6 766	-	6	-2 404	-1 601	-3 475	1 873	5 163	5 966
Feb	A 3 095	20 073	-4	16 978	14	1 979	9 972	-	-2	5 029	17 823	3 160	14 663	-845	11 949

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



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



FUENTE: BE.

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

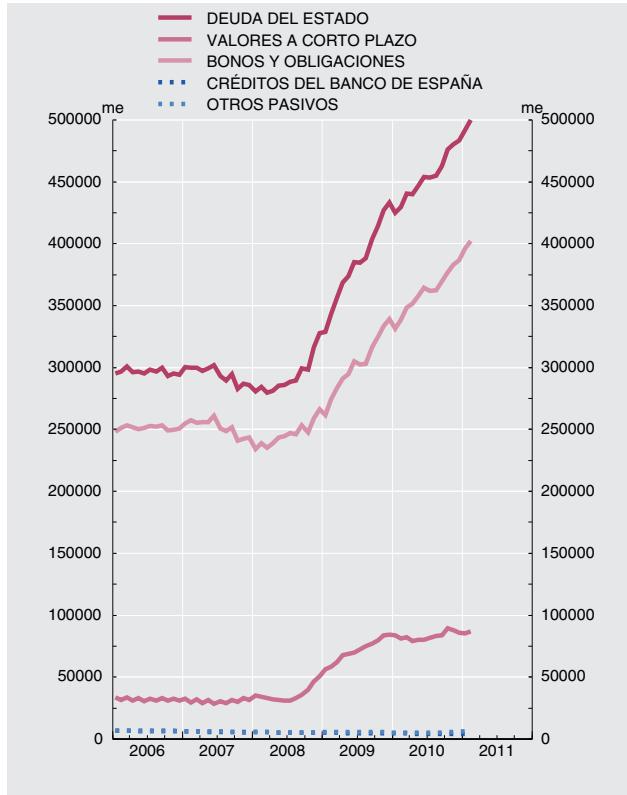
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

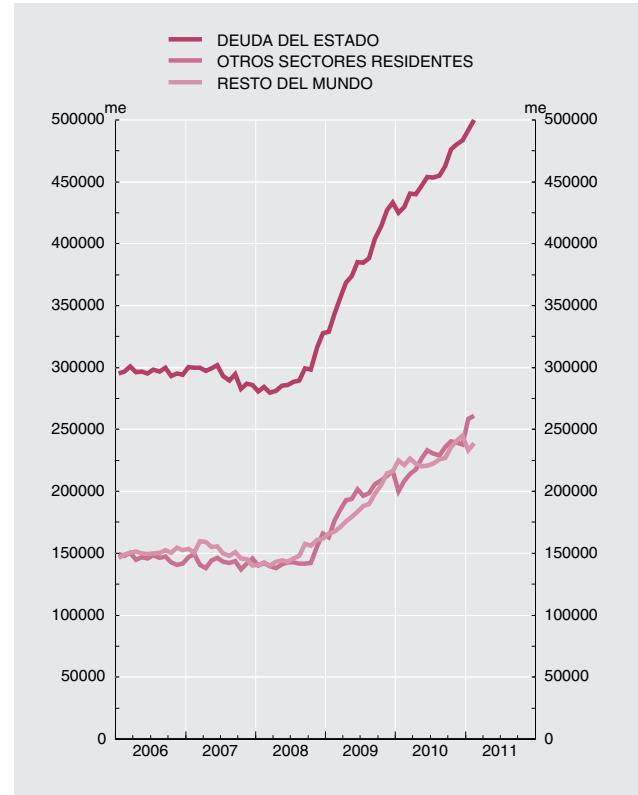
Millones de euros

Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)						Pro memoria:					
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos			Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avales prestados (saldo vivo)			
			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
06	294 419	515	31 060	250 702	6 416	6 242	163 799	21 897	141 902	152 517	100	5 794	
07	286 090	355	31 644	243 246	5 832	5 367	171 398	25 551	145 847	140 243	165	6 162	
08	327 938	63	50 788	266 334	5 249	5 567	200 670	34 511	166 159	161 779	4 502	8 152	
09	P 433 093	68	84 303	338 969	4 665	5 155	262 957	46 105	216 852	216 241	305	58 854	
10	Feb	A 429 506	67	81 306	338 380	4 665	5 155	256 776	48 386	208 391	221 116	201	61 278
	Mar	A 440 375	0	82 276	348 256	4 665	5 177	263 708	49 533	214 175	226 200	200	61 326
	Abr	A 440 071	0	79 233	351 611	4 082	5 145	269 388	51 648	217 740	222 331	99	62 765
	May	A 446 838	0	79 922	357 684	4 082	5 150	278 836	52 145	226 691	220 147	199	64 284
	Jun	A 453 874	0	80 076	364 547	4 082	5 169	287 771	54 580	233 191	220 683	219	65 418
	Jul	A 453 181	0	81 658	362 097	4 082	5 344	285 302	54 623	230 679	222 502	476	63 794
	Ago	A 454 894	0	83 082	362 392	4 082	5 338	288 152	58 952	229 200	225 694	500	64 760
	Sep	A 462 742	0	83 952	369 403	4 082	5 304	294 810	59 102	235 708	227 034	499	65 267
	Oct	A 476 034	0	89 354	377 104	4 082	5 494	299 702	59 344	240 357	235 676	2 996	65 183
	Nov	A 480 456	0	87 787	382 944	4 082	5 642	299 682	60 244	239 437	241 019	296	69 311
	Dic	A 483 174	0	85 980	386 915	4 082	6 197	299 202	61 170	238 032	245 142	300	73 560
11	Ene	A 491 599	0	85 559	395 755	4 082	6 204	319 174	60 868	258 305	233 294	300	75 420
	Feb	A 499 745	0	87 018	402 444	4 082	6 201	322 812	61 764	261 048	238 698	295	81 961

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

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

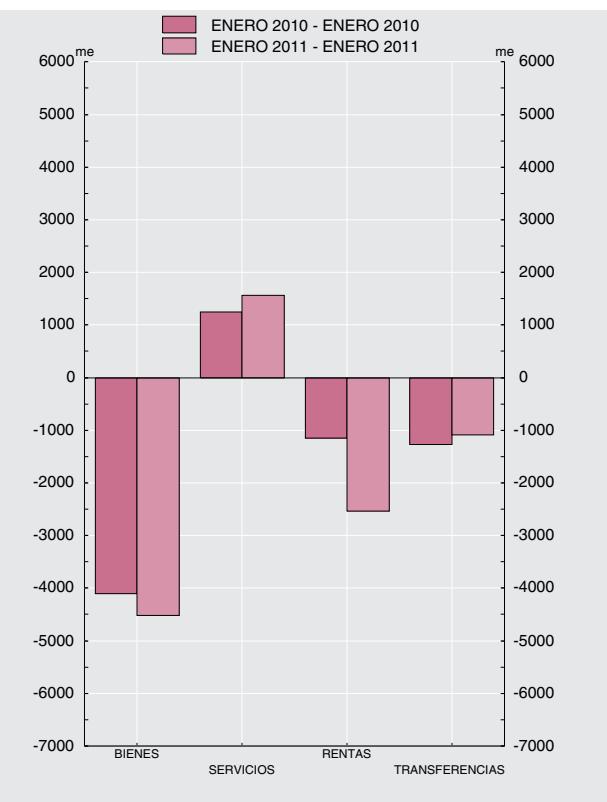
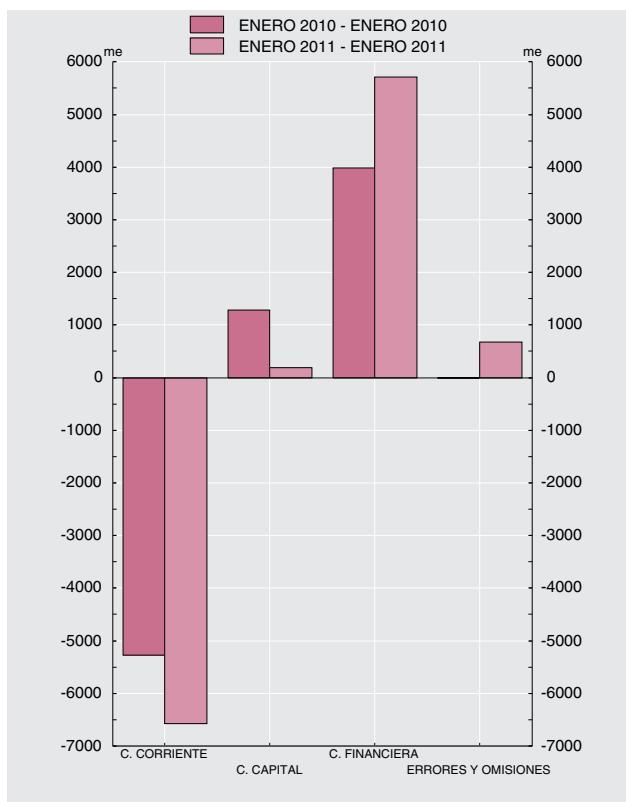
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo) (a)	Cuenta financiera (saldo) (b)	Errores y omisiones			
	Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias de capital (saldo) (a)								
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos									
		1-2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	10-11- 12	11	12	13	14	15=1+14 16	17- (15+16)			
08	-104 676	-85 594	193 007	278 601	25 791	97 651	41 901	71 861	13 834	-35 483	53 050	88 533	-9 389	5 475	-99 201	100 222	-1 021		
09	P -54 481	-42 175	163 996	206 171	25 503	88 215	38 125	62 712	12 086	-29 787	41 875	71 662	-8 022	4 275	-50 206	54 641	-4 435		
10	P -47 891	-47 098	190 794	237 892	27 945	93 694	39 621	65 749	12 663	-21 695	41 337	63 032	-7 043	6 461	-41 430	43 415	-1 986		
10 E-E	P -5 273	-4 109	12 335	16 444	1 252	6 385	2 441	5 132	877	-1 144	3 049	4 193	-1 272	1 287	-3 986	3 988	-2		
11 E-E	P -6 576	-4 516	16 189	20 705	1 564	6 729	2 591	5 165	903	-2 531	2 307	4 837	-1 093	186	-6 390	5 718	672		
09 Oct	P -4 956	-3 571	15 407	18 978	2 245	7 775	3 595	5 531	1 131	-1 923	2 718	4 642	-1 706	16	-4 939	6 326	-1 387		
Nov	P -5 079	-4 450	14 566	19 016	1 247	5 985	2 365	4 738	1 020	-2 578	2 490	5 067	702	402	-4 677	5 450	-772		
Dic	P -4 511	-3 899	14 029	17 928	1 401	6 870	2 041	5 469	951	-2 400	5 730	8 130	387	787	-3 724	2 523	1 201		
10 Ene	P -5 273	-4 109	12 335	16 444	1 252	6 385	2 441	5 132	877	-1 144	3 049	4 193	-1 272	1 287	-3 986	3 988	-2		
Feb	P -6 224	-3 009	14 310	17 319	1 135	6 206	2 090	5 071	910	-2 038	2 213	4 251	-2 313	251	-5 973	6 336	-363		
Mar	P -4 437	-3 773	16 984	20 757	1 820	7 564	2 559	5 744	899	-1 844	2 504	4 348	-641	354	-4 083	6 628	-2 545		
Abr	P -5 051	-4 842	14 953	19 795	1 436	6 637	2 401	5 201	860	-1 124	3 934	5 058	-521	-237	-5 288	3 407	1 881		
May	P -5 020	-3 913	16 574	20 487	2 503	7 912	3 247	5 408	660	-3 098	3 804	6 902	-512	1 828	-3 192	5 459	-2 267		
Jun	P -3 690	-4 510	16 563	21 074	2 979	8 707	3 869	5 728	1 207	-2 268	3 167	5 434	109	128	-3 562	2 549	1 013		
Jul	P -2 387	-3 820	16 721	20 541	3 943	9 741	5 010	5 798	1 246	-1 813	3 764	5 577	-697	567	-1 820	2 167	-346		
Ago	P -2 677	-3 941	13 330	17 271	4 089	9 291	5 265	5 203	1 378	-1 846	2 070	3 916	-978	239	-2 438	3 357	-919		
Sep	P -4 024	-4 200	16 288	20 488	3 261	8 877	4 304	5 616	1 349	-1 975	3 524	5 499	-1 111	556	-3 469	5 957	-2 489		
Oct	P -2 671	-3 074	17 927	21 001	2 840	8 177	3 850	5 336	1 209	-1 459	2 868	4 327	-979	127	-2 544	2 211	333		
Nov	P -3 932	-3 338	18 077	21 415	1 722	7 007	2 520	5 284	1 096	-3 151	2 042	5 193	835	321	-3 611	1 403	2 208		
Dic	P -2 505	-4 569	16 732	21 301	963	7 192	2 064	6 228	971	66	8 399	8 333	1 034	1 041	-1 464	-48	1 511		
11 Ene	P -6 576	-4 516	16 189	20 705	1 564	6 729	2 591	5 165	903	-2 531	2 307	4 837	-1 093	186	-6 390	5 718	672		

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

- a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).
- b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

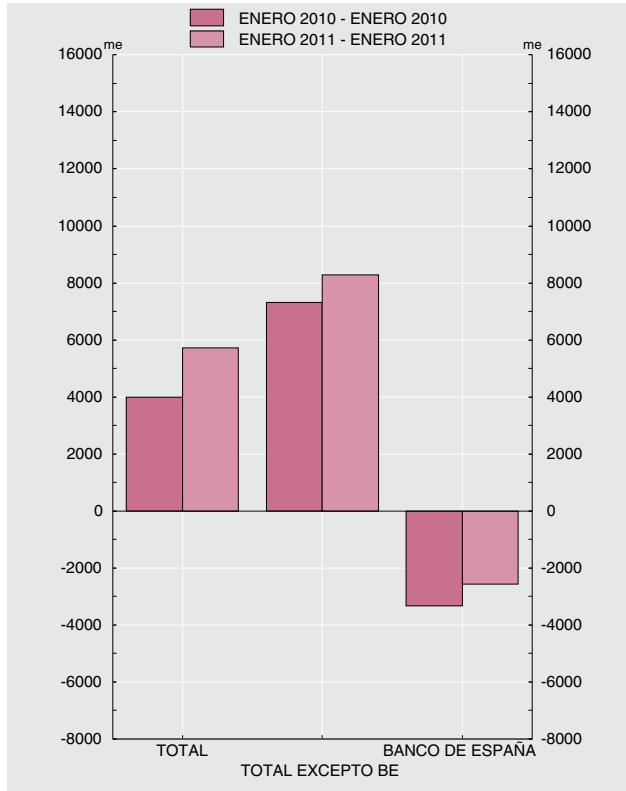
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

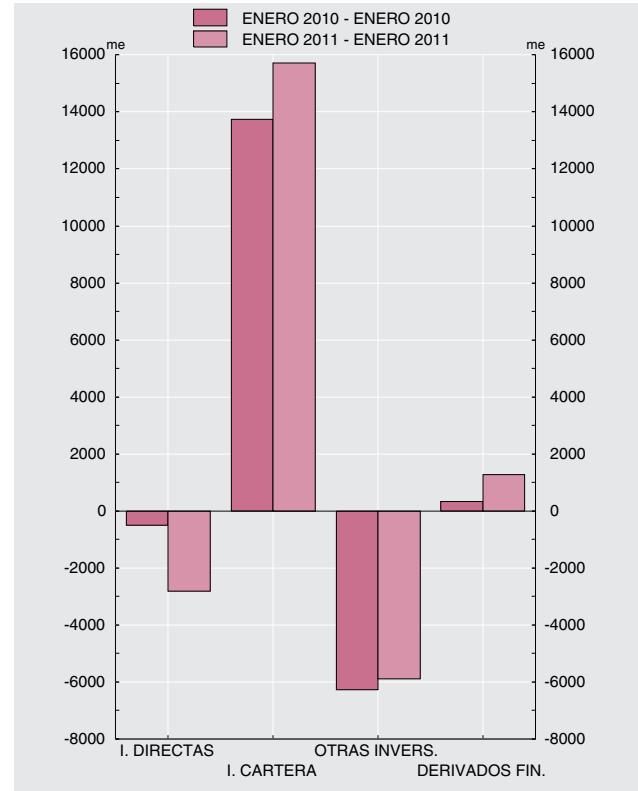
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España												Banco de España			
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
1=2+13	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+15+16	14	15	16	
08	100 222	70 004	1 553	51 008	52 561	-203	-21 761	-21 964	75 717	12 330	88 048	-7 064	30 218	-645	31 713	-850
09	P 54 641	44 177	-433	7 009	6 576	45 325	4 119	49 444	5 145	4 065	9 210	-5 861	10 464	-1 563	6 146	5 882
10	P 43 415	27 719	-892	16 813	15 921	30 411	-63 461	-33 049	-9 117	14 484	5 367	7 317	15 696	-814	9 788	6 722
10 E-E	P 3 988	7 307	-494	554	61	13 746	-3 282	10 463	-6 260	7 310	1 050	315	-3 319	-2	-3 730	413
11 E-E	P 5 718	8 282	-2 820	4 558	1 737	15 714	-6 508	9 206	-5 880	14 050	8 170	1 269	-2 565	-216	-2 836	487
09 Oct	P 6 326	12 518	451	-352	99	11 973	-321	11 651	245	-238	7	-152	-6 191	-38	-6 159	6
Nov	P 5 450	16 752	-2 087	2 611	524	15 446	923	16 368	4 367	-6 620	-2 253	-974	-11 302	71	-11 663	289
Dic	P 2 523	-8 189	-1 366	-4 704	-6 070	135	-1 357	-1 222	-6 516	14 393	7 877	-442	10 712	-444	11 581	-425
10 Ene	P 3 988	7 307	-494	554	61	13 746	-3 282	10 463	-6 260	7 310	1 050	315	-3 319	-2	-3 730	413
Feb	P 6 336	1 647	7 934	-6 911	1 023	-20 227	-701	-20 929	13 264	-12 529	735	676	4 689	-113	4 298	504
Mar	P 6 628	4 852	523	762	1 285	778	3 807	4 586	858	-2 520	-1 662	2 693	1 776	1	1 603	172
Apr	P 3 407	10 439	1 429	-1 396	33	4 779	-8 409	-3 631	3 694	965	4 659	537	-7 032	-6	-7 566	540
May	P 5 459	-34 478	-2 132	3 912	1 780	-9 851	-6 990	-16 841	-23 382	10 072	-13 310	887	39 937	-413	42 402	-2 051
Jun	P 2 549	-32 546	-802	-366	-1 168	-5 201	-8 995	-14 196	29 192	1 656	-27 536	2 649	35 096	-9	27 477	7 627
Jul	P 2 167	4 432	-1 110	2 458	1 348	6 974	-9 212	-2 238	-2 699	924	-1 775	1 266	-2 265	-52	-3 552	1 338
Ago	P 3 357	21 261	-5 539	6 402	863	13 218	-3 931	9 287	13 984	4 784	18 768	-402	-17 904	32	-17 970	34
Sep	P 5 957	30 819	-4 352	9 909	5 556	8 840	-5 201	3 639	26 880	-14 485	12 395	-549	-24 862	-2	-24 966	106
Oct	P 2 211	19 218	2 809	-595	2 213	22 541	-7 770	14 772	-4 368	16 475	12 107	-1 764	-17 007	-212	-16 092	-703
Nov	P 1 403	2 285	1 141	-553	588	-4 106	-4 709	-8 815	4 596	-10 917	-6 321	654	-883	-5	-83	-795
Dic	P -48	-7 518	-299	2 638	2 339	-1 080	-8 066	-9 146	-6 492	12 749	6 257	354	7 470	-35	7 967	-462
11 Ene	P 5 718	8 282	-2 820	4 558	1 737	15 714	-6 508	9 206	-5 880	14 050	8 170	1 269	-2 565	-216	-2 836	487

**CUENTA FINANCIERA
(VNP-VNA)**



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



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

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

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

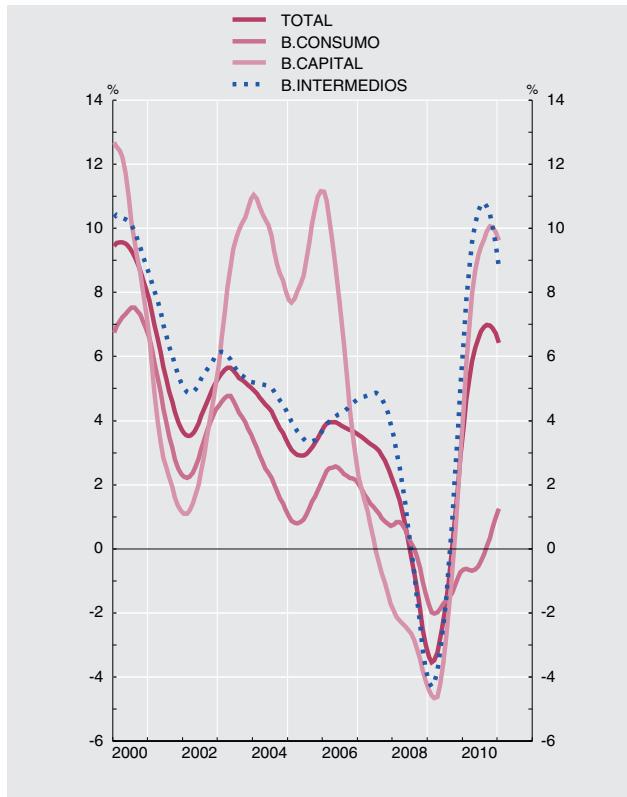
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-5,9	2,2	38,2	-23,4	
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,0	5,9	2,0	12,5	3,3	5,6	4,7	
05	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,3	4,2	10,2	9,1	11,8	31,4	14,5	
06	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,8	8,4	17,7	6,0	34,5	12,8	16,5	
07	185 023	8,6	5,9	3,3	5,2	7,8	8,6	7,7	8,0	8,4	7,0	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8	
08	189 228	2,3	0,5	2,2	-6,6	0,5	17,0	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2	
09	159 890	-15,5	-9,4	-4,1	-13,3	-12,5	-21,0	-12,1	-15,5	-13,2	-15,2	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5	
09 Dic P	13 661	4,0	11,4	10,8	9,6	12,2	-11,2	13,5	4,4	5,0	1,8	-29,0	-23,7	-8,0	13,0	200,9	
10 Ene P	12 092	9,0	12,3	5,1	1,8	19,6	-1,6	20,8	8,7	7,1	7,9	-24,8	-2,7	29,5	47,9	43,6	
Feb P	13 986	12,8	14,8	1,5	16,6	25,6	-16,6	27,6	11,8	13,0	11,7	-3,7	-18,5	30,1	41,2	168,8	
Mar P	16 652	21,4	23,8	0,0	42,2	42,3	28,9	42,9	19,3	21,8	19,9	11,4	17,8	22,2	46,8	12,4	
Abr P	14 623	10,8	10,5	-8,9	24,9	24,3	29,9	24,0	7,1	4,6	9,0	10,0	12,0	13,5	18,9	17,0	
May P	16 213	25,7	20,7	-4,1	88,7	30,7	10,2	31,8	22,9	23,4	23,2	3,3	-5,9	25,1	24,4	35,5	
Jun P	16 203	16,6	13,5	-4,4	40,3	23,3	2,5	24,2	14,1	13,5	16,1	17,0	10,9	52,2	15,2	36,0	
Jul P	16 379	13,2	9,0	-8,3	-4,5	25,6	38,8	25,0	11,2	12,8	12,7	5,3	3,9	32,3	48,3	47,9	
Ago P	12 874	27,8	19,7	3,0	31,2	29,5	39,5	28,9	23,4	19,4	25,4	48,6	27,8	61,8	69,1	38,7	
Sep P	15 902	14,6	8,6	-3,9	4,9	18,7	7,4	19,3	10,8	10,2	12,5	29,1	16,7	49,3	35,7	48,8	
Oct P	17 393	16,6	11,0	-5,5	27,2	20,7	11,7	21,1	16,8	15,2	15,3	26,0	16,9	29,9	10,9	31,9	
Nov P	17 525	24,6	19,2	1,7	36,5	30,9	34,2	30,8	20,1	20,4	21,9	35,7	53,8	50,0	50,6	33,4	
Dic P	15 956	16,8	12,4	3,7	0,9	21,7	43,6	20,7	20,2	20,2	20,9	11,4	14,9	19,2	15,9	-53,3	
11 Ene P	15 955	32,0	24,6	14,3	56,0	28,0	16,0	28,5	25,3	24,2	30,8	62,9	22,2	38,4	60,5	-7,1	

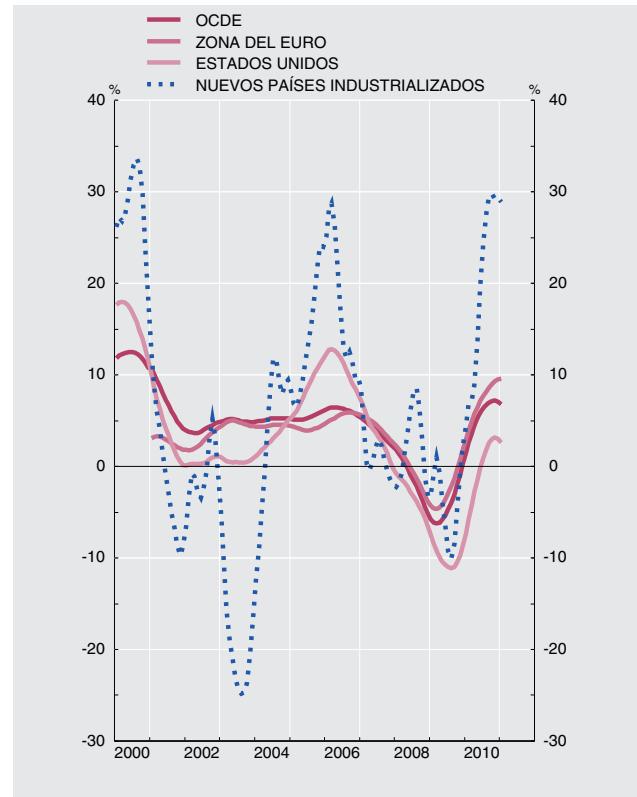
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

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

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

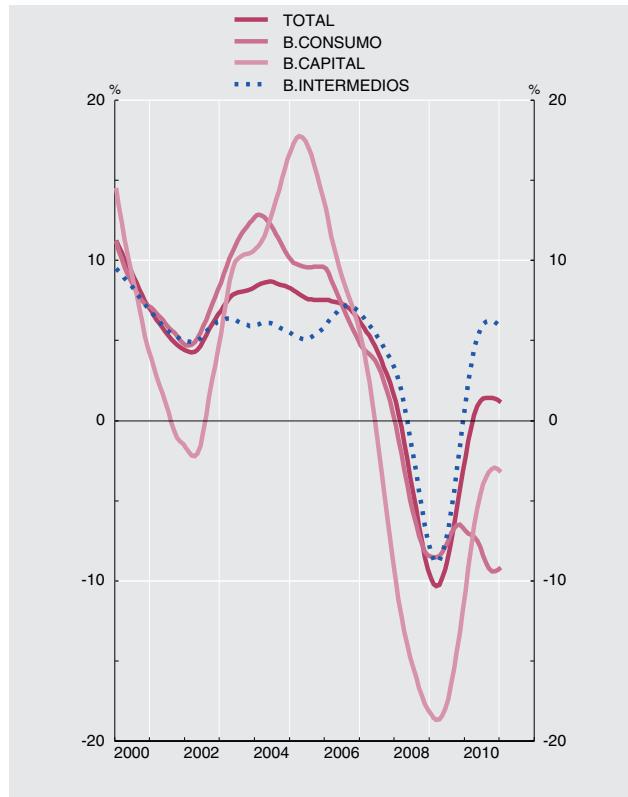
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:	Total	Estados Unidos	China	Nuevos países industrializados		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	-1,0	12,9	16,6	1,1	
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	17,9	7,9	26,8	14,6	
05	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	40,8	29,3	37,3	11,2	
06	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	8,0	8,5	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6	
07	285 038	8,5	7,4	6,8	7,5	7,5	4,1	8,3	10,5	11,0	9,8	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7	
08	283 388	-0,6	-4,1	-7,4	-13,7	-1,1	8,2	-2,9	8,2	-8,8	-7,4	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1	
09	206 116	-27,3	-18,6	-12,4	-32,0	-19,1	-13,4	-20,7	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6	
09 Dic	P	17 733	-11,7	-4,8	-6,0	-18,2	-1,7	-16,3	3,0	-7,6	-7,7	-12,3	-34,2	-15,8	-6,3	-10,8	-21,7
10 Ene	P	16 601	6,5	8,1	-9,1	-10,3	19,4	8,0	22,7	7,9	3,2	6,0	-12,0	41,1	-3,6	0,0	-6,0
Feb	P	17 548	-3,9	-3,2	-24,5	-2,6	8,2	-18,5	17,4	-8,6	-15,0	-9,1	-31,6	12,8	4,0	8,5	-2,8
Mar	P	20 945	20,6	22,0	2,9	8,3	33,8	11,2	40,2	17,0	12,6	15,6	6,1	49,2	36,4	47,0	47,2
Abr	P	19 628	16,6	15,4	-0,2	11,1	23,6	6,7	28,4	8,6	5,9	9,9	-1,8	79,6	25,2	22,9	13,0
May	P	20 378	26,1	19,9	11,8	9,2	25,4	1,0	32,4	19,3	10,1	19,9	17,2	27,1	64,3	52,6	8,4
Jun	P	20 914	22,1	14,7	-2,4	19,4	22,7	13,8	24,9	12,1	10,0	13,3	10,1	71,9	41,1	44,1	26,7
Jul	P	20 666	16,7	11,0	-13,4	15,8	22,9	9,9	26,4	9,1	10,5	11,3	49,5	55,7	35,1	44,2	-18,2
Ago	P	17 334	18,8	5,8	-11,9	11,1	14,3	-0,4	19,2	8,2	8,1	7,9	21,8	41,5	57,5	41,8	4,0
Sep	P	20 248	4,9	-1,6	-22,1	-5,3	9,5	1,1	11,4	-3,3	-1,9	-2,2	13,5	19,0	1,6	40,9	9,3
Oct	P	21 093	12,0	2,8	-20,4	14,5	13,4	3,1	16,0	3,1	3,9	6,7	17,6	32,5	38,5	28,4	-5,6
Nov	P	21 405	13,1	2,8	-14,1	4,0	11,0	7,6	11,8	4,2	2,9	6,1	17,2	20,9	69,3	26,7	9,9
Dic	P	21 321	20,2	9,0	-10,1	1,8	19,5	17,1	20,1	9,5	8,5	10,3	40,8	68,4	51,1	20,5	7,3
11 Ene	P	20 882	25,8	12,6	-5,1	22,9	18,3	23,8	16,9	15,4	15,1	18,2	32,9	39,8	49,6	22,4	-2,9

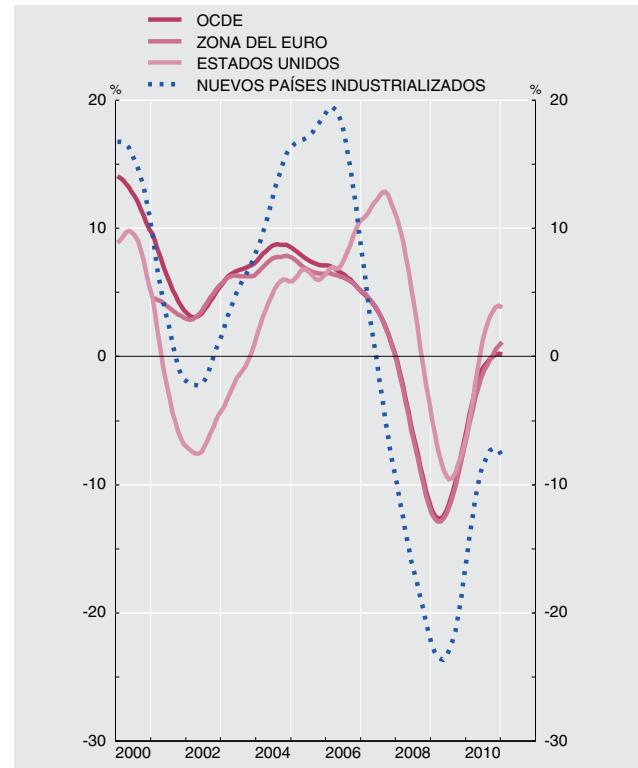
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

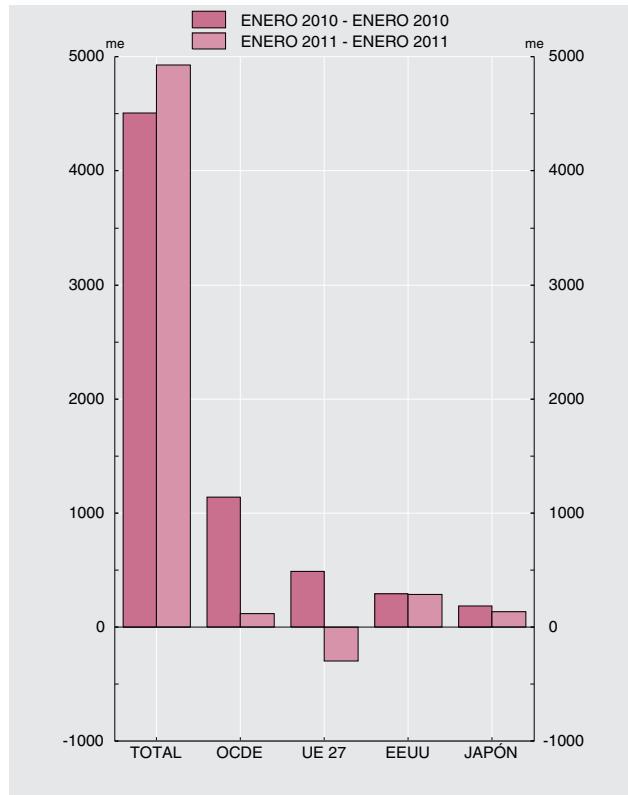
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

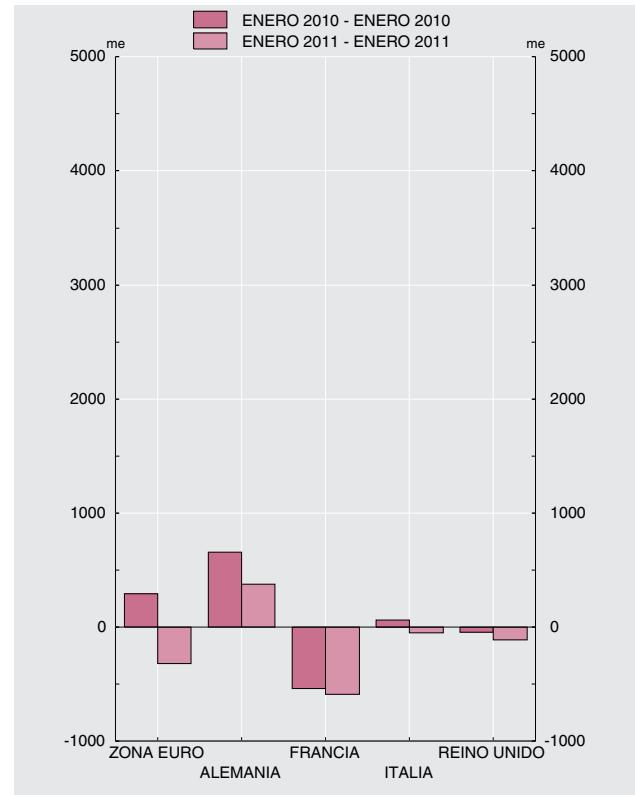
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 27)						OCDE			OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados				
		Total	Zona del Euro			Resto de la la UE 27		Del cual:										
			Del cual:			Del cual:		Total	EEUU	Japón								
			Total	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido											
1	2-3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15				
04		-61 486	-25 991	-25 267	-16 282	-3 353	-5 671	-724	472	-36 990	-1 692	-4 583	-8 325	-1 784	-7 369	-3 104		
05		-77 950	-30 703	-29 422	-16 749	-3 112	-6 938	-1 281	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-12 938	-3 089	-10 182	-3 411		
06		-92 249	-33 547	-32 172	-18 689	-1 625	-7 184	-1 375	294	-45 357	-1 062	-4 652	-17 031	-3 316	-12 647	-4 564		
07		-100 015	-40 176	-38 176	-23 752	-214	-8 375	-2 000	133	-53 745	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347		
08		-94 160	-26 262	-26 264	-19 612	3 019	-6 608	1	356	-39 284	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296		
09		-46 227	-9 068	-6 762	-9 980	6 787	-1 847	-2 306	187	-15 547	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532		
10	P	-52 283	-4 192	-1 279	-8 486	8 399	-398	-2 913	709	-9 822	-2 834	-2 048	-17 286	-4 162	-16 219	-1 244		
09 Dic	P	-4 071	-1 341	-978	-879	338	-285	-363	20	-1 865	-140	-142	-1 191	-205	-1 104	129		
10 Ene	P	-4 510	-489	-292	-656	540	-59	-198	44	-1 141	-293	-187	-1 314	-239	-1 218	-128		
Feb	P	-3 562	-393	-15	-713	874	-89	-378	50	-757	-195	-157	-1 324	-109	-1 172	133		
Mar	P	-4 292	-242	75	-874	808	-77	-317	57	-813	-263	-225	-1 434	-534	-1 279	-239		
Abr	P	-5 004	-1 040	-868	-891	665	-201	-172	69	-1 665	-234	-181	-1 570	-368	-1 094	-169		
May	P	-4 165	-620	42	-652	757	78	-662	-119	-1 030	-229	-221	-1 252	-430	-1 257	-114		
Jun	P	-4 711	-728	-372	-859	753	-48	-356	114	-1 089	-225	-177	-1 599	-291	-1 330	-128		
Jul	P	-4 288	-258	-121	-760	567	-118	-137	240	-596	-151	-111	-1 610	-201	-1 551	-75		
Ago	P	-4 460	-510	-460	-553	156	8	-50	-18	-688	-106	-133	-1 457	-342	-1 503	-74		
Sep	P	-4 346	-134	62	-817	934	-10	-197	46	-404	-256	-179	-1 196	-408	-1 695	-102		
Oct	P	-3 700	422	401	-564	843	153	21	257	-388	-276	-148	-1 484	-246	-1 427	-87		
Nov	P	-3 880	314	478	-548	873	189	-164	64	-268	-261	-180	-1 174	-522	-1 355	-139		
Dic	P	-5 365	-513	-211	-600	630	-225	-303	-94	-982	-345	-150	-1 873	-472	-1 339	-122		
11 Ene	P	-4 927	299	318	-374	591	50	-19	111	-116	-284	-134	-1 901	-398	-1 434	-131		

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

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

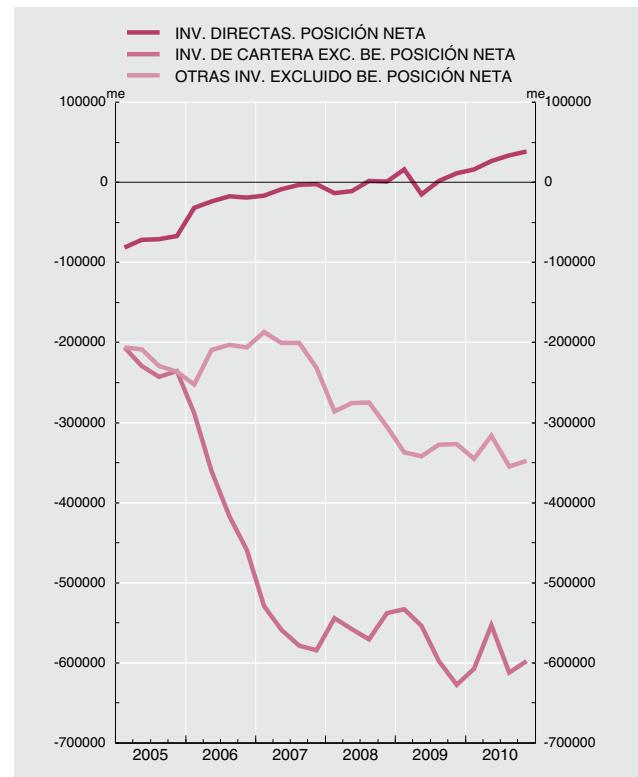
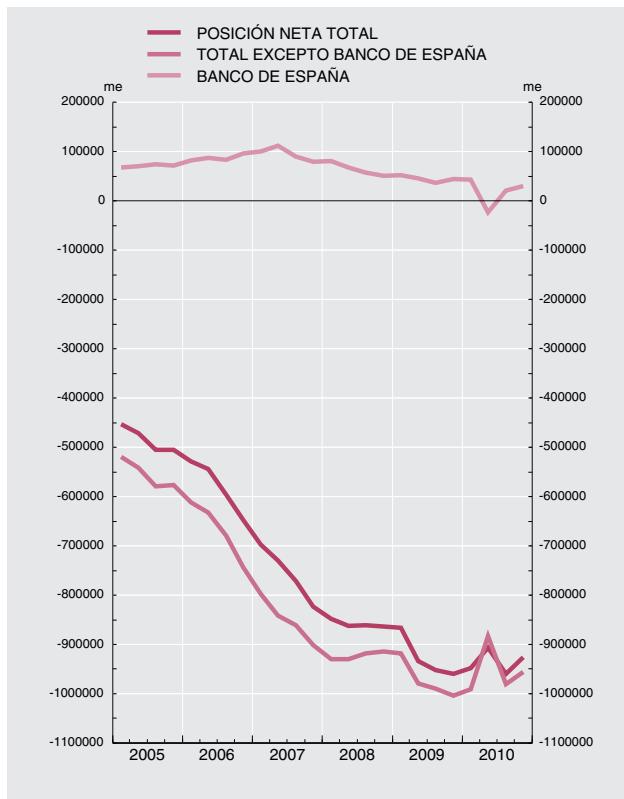
■ Serie representada gráficamente.

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	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1=2+13	2=3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=14 a 16	14	15	16	
02 R	-303,1	-363,7	-89,2	156,0	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	...	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-354,3	-410,3	-93,9	175,0	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	...	56,1	21,2	18,3	16,6
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7
05	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1
06	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 /IV	-822,8	-901,7	-2,6	395,4	398,0	-648,5	438,4	1 086,9	-231,8	379,5	611,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 /I	-848,7	-929,3	-13,6	393,3	406,9	-608,8	413,0	1 021,9	-286,1	381,2	667,4	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
II	-862,7	-929,9	-10,8	407,9	418,7	-620,2	393,9	1 014,1	-275,5	417,2	692,7	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
III	-861,3	-918,4	1,7	422,6	420,9	-633,6	380,5	1 014,1	-274,8	423,1	697,9	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
IV	-863,1	-914,0	1,3	424,4	423,2	-603,7	354,2	958,0	-305,1	386,6	691,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
09 /I	-865,9	-918,1	15,8	426,7	410,9	-596,6	342,1	938,7	-337,3	374,5	711,8	0,0	52,3	15,7	-27,4	64,0
II	-933,6	-978,9	-15,3	436,6	451,9	-614,2	363,2	977,4	-342,2	370,6	712,8	-7,3	45,4	15,1	-30,5	60,7
III	-952,4	-989,3	1,5	444,0	442,5	-658,3	376,9	1 035,3	-327,5	365,1	692,6	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2
IV	-960,1	-1 004,3	11,6	447,7	436,1	-688,1	379,7	1 067,8	-326,9	370,5	697,4	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9
10 /I	-948,1	-990,5	16,0	454,0	438,1	-667,1	387,0	1 054,1	-345,1	364,3	709,4	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0
II	-906,8	-883,4	26,9	467,6	440,7	-605,7	360,2	965,9	-316,5	373,1	689,7	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1
III	-960,0	-980,1	33,9	481,0	447,1	-663,5	342,7	1 006,2	-354,9	355,3	710,2	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9
IV	-925,6	-955,9	38,8	490,5	451,7	-650,2	320,4	970,6	-347,2	373,5	720,7	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

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

■ Serie representada gráficamente.

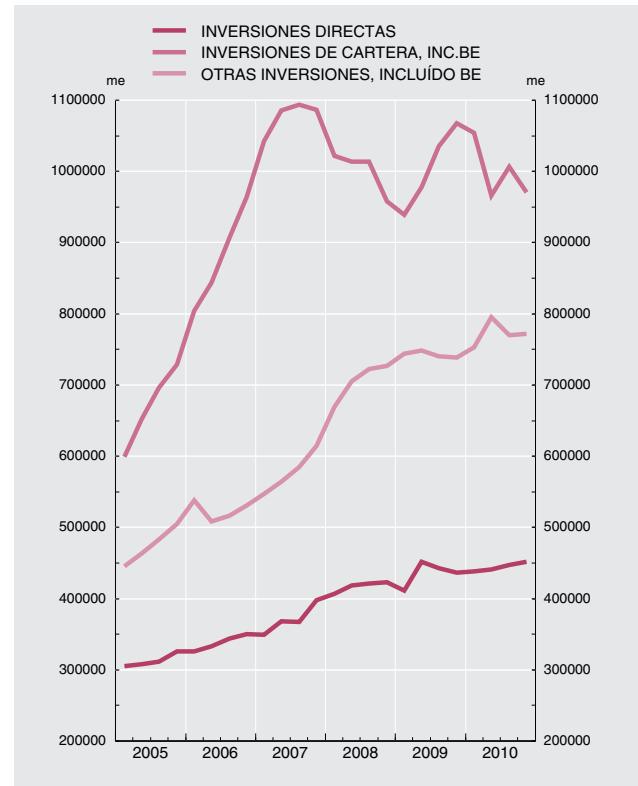
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables		(a)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
02	R 139 178	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
03	160 519	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
07 /V	368 306	27 086	307 278	90 696	132 955	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
08 /	366 644	26 665	322 519	84 422	103 988	373 584	235 984	785 876	386 186	669 225	53 297	74 001
II	380 219	27 659	329 774	88 933	97 307	358 629	216 631	797 428	421 982	704 984	58 579	82 016
III	391 877	30 743	323 994	96 913	82 732	360 523	200 218	813 893	427 889	722 208	70 066	81 757
IV	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
09 /	394 361	32 314	307 967	102 891	54 989	350 665	142 151	796 597	379 928	744 319	111 670	111 538
II	405 633	30 983	332 118	119 823	62 698	360 773	177 670	799 699	376 067	748 392	92 879	100 032
III	415 604	28 434	325 326	117 201	74 037	363 555	218 943	816 315	370 538	740 166	85 194	90 098
IV	419 028	28 694	324 869	111 233	81 474	358 817	223 162	844 591	375 995	738 811	77 449	78 498
10 /	425 198	28 822	328 589	109 465	92 277	354 550	199 893	854 217	369 739	753 031	93 867	88 286
II	438 426	29 182	331 466	109 266	90 772	322 325	170 790	795 119	378 579	795 550	118 304	106 522
III	450 538	30 445	336 335	110 717	93 345	300 820	196 108	810 076	360 744	769 633	121 434	117 049
IV	458 693	31 781	339 032	112 664	97 065	275 487	183 261	787 303	379 082	772 066	95 140	92 459

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

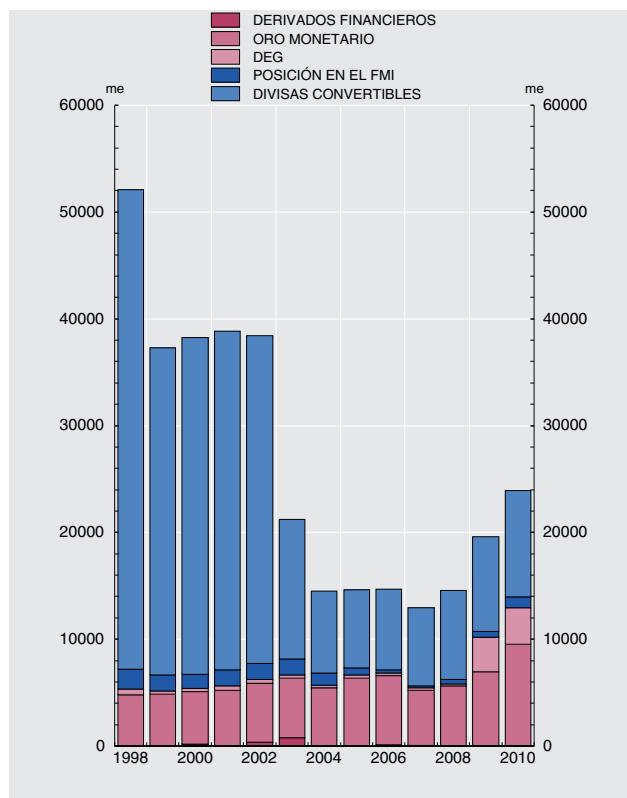
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

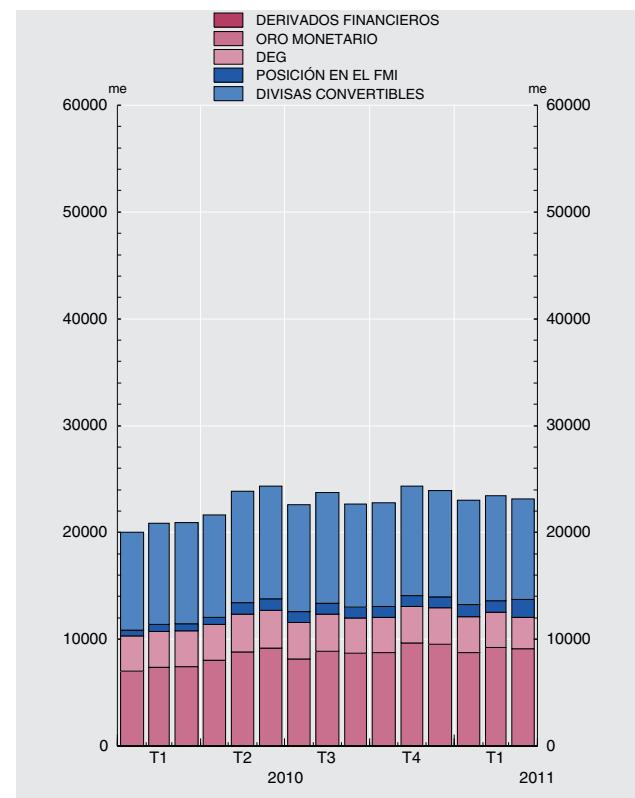
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva							Pro memoria: oro	
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy		
	1	2	3	4	5	6	7		
05	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7		
06	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4		
07	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1		
08	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1		
09	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1		
09 Oct	18 402	8 578	678	2 767	6 379	-	9,1		
Nov	18 946	8 570	533	2 761	7 083	-	9,1		
Dic	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1		
10 Ene	20 047	9 177	554	3 296	7 020	-	9,1		
Feb	20 859	9 456	662	3 344	7 396	-	9,1		
Mar	20 918	9 473	661	3 332	7 452	-	9,1		
Abr	21 657	9 627	644	3 352	8 034	-	9,1		
May	23 870	10 444	1 078	3 509	8 839	-	9,1		
Jun	24 353	10 555	1 091	3 537	9 169	-	9,1		
Jul	22 626	10 029	1 055	3 412	8 130	-	9,1		
Ago	23 717	10 368	1 018	3 466	8 865	-	9,1		
Sep	22 641	9 629	995	3 320	8 697	-	9,1		
Oct	22 754	9 696	990	3 302	8 766	-	9,1		
Nov	24 351	10 279	1 024	3 416	9 632	-	9,1		
Dic	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1		
11 Ene	23 034	9 769	1 158	3 345	8 762	-	9,1		
Feb	23 410	9 812	1 040	3 322	9 235	-	9,1		
Mar	23 159	9 439	1 643	2 957	9 119	-	9,1		

ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldo a fin de periodo												Millones de euros			
Total deuda externa	Total	Administraciones Públicas						Total	Otras instituciones financieras monetarias						
		Corto plazo		Largo plazo					Corto plazo		Largo plazo				
		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Instrumentos del mercado monetario		Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
06 /IV	1 370 277	215 585	4 836	665	191 871	18 213	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352			
07 /I	1 462 506	219 394	4 901	40	195 781	18 672	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027			
II	1 523 843	215 134	5 446	443	190 503	18 742	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341			
III	1 542 085	207 145	4 820	1 329	182 455	18 541	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140			
IV	1 563 730	197 835	4 653	878	173 266	19 038	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300			
08 /I	1 596 725	200 163	6 329	558	173 668	19 607	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281			
II	1 651 445	202 260	5 594	162	177 009	19 495	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051			
III	1 690 245	217 747	9 722	494	187 624	19 907	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778			
IV	1 672 021	233 755	12 480	2 099	198 366	20 810	-	766 311	12 224	400 691	249 210	104 187			
09 /I	1 699 195	242 485	15 801	480	204 677	21 528	-	783 924	15 149	411 446	248 633	108 696			
II	1 727 851	256 076	21 125	978	211 334	22 638	-	785 982	14 200	409 692	251 728	110 363			
III	1 737 498	275 093	31 005	709	219 370	24 009	-	769 833	14 217	391 123	256 821	107 671			
IV	1 758 691	298 313	44 479	532	228 865	24 437	-	782 741	14 873	384 509	260 201	123 157			
10 /I	1 788 033	315 903	51 915	117	238 064	25 807	-	790 665	16 642	399 817	257 133	117 073			
II	1 773 773	294 035	40 680	195	225 803	27 357	-	743 661	12 157	378 888	241 026	111 589			
III	1 762 282	306 220	41 633	934	235 671	27 983	-	759 376	10 926	396 110	244 167	108 173			
IV	1 743 547	300 643	39 225	979	230 992	29 446	-	762 237	10 105	425 112	240 448	86 572			

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldo a fin de periodo												Millones de euros			
Autoridad monetaria		Otros sectores residentes										Inversión directa			
Total (a)	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:				
			Depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Inversores directos	Afiladas			
			14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
06 /IV	281	281	411 407	4 786	22 967	702	275 114	106 946	338	555	120 168	49 588	70 581		
07 /I	322	322	456 149	5 303	21 653	550	317 258	109 572	334	1 479	128 544	50 040	78 504		
II	423	423	482 312	5 418	27 035	1 066	336 291	110 523	331	1 647	141 233	50 464	90 769		
III	277	277	494 727	2 553	22 020	854	345 252	122 021	339	1 688	132 920	52 206	80 714		
IV	3 550	3 550	493 937	701	20 981	314	343 564	126 473	331	1 573	144 292	55 165	89 128		
08 /I	1 855	1 855	484 555	927	22 022	473	328 226	130 418	358	2 132	141 624	56 104	85 520		
II	12 326	12 326	493 741	6 217	22 786	1 465	327 505	133 364	355	2 047	149 032	61 350	87 683		
III	24 276	24 276	501 587	18 093	25 024	1 342	318 792	136 110	362	1 865	154 144	62 559	91 585		
IV	35 233	35 233	479 500	13 329	22 307	2 668	302 204	136 854	361	1 777	157 223	65 142	92 080		
09 /I	32 491	32 491	482 016	20 122	17 809	3 275	292 216	145 914	394	2 285	158 279	70 047	88 232		
II	35 596	35 596	470 437	18 969	16 212	2 416	282 343	147 549	387	2 561	179 760	90 949	88 811		
III	47 538	47 538	464 016	13 249	15 204	2 322	281 652	148 475	421	2 694	181 017	90 090	90 927		
IV	41 400	41 400	460 948	17 935	12 880	2 052	278 237	146 598	421	2 825	175 289	74 077	101 212		
10 /I	43 673	43 673	457 007	14 634	13 738	2 895	275 829	145 936	426	3 550	180 785	69 356	111 429		
II	105 881	105 881	447 093	12 724	16 502	4 033	262 729	146 724	433	3 949	183 104	66 884	116 220		
III	59 477	59 477	454 635	14 060	16 112	4 337	263 619	151 945	423	4 139	182 574	66 730	115 844		
IV	51 323	51 323	445 166	12 059	16 888	3 546	254 474	153 636	424	4 139	184 178	66 818	117 360		

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

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 marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)			
1=2+3+4 +5+6+7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13		
09 Oct	586 961	58 731	637 669	-7 713	-	250	101 977	373 107	770 074	146 353	416 440	126 880	213 854	
Nov	580 453	52 295	604 677	-9 113	-	698	68 104	367 577	772 428	148 924	409 556	144 220	212 876	
Dic	575 400	58 968	623 882	-5 640	-	349	102 159	355 555	794 597	128 705	402 181	165 567	219 846	
10 Ene	541 473	61 899	664 650	-12 329	-	406	173 153	334 353	789 929	118 932	427 124	147 384	207 120	
Feb	534 339	72 624	647 446	-13 528	-	930	173 132	319 842	783 511	116 580	426 226	154 023	214 497	
Mar	521 898	79 925	644 676	-12 804	-	500	190 400	303 560	788 465	109 183	429 090	164 999	218 338	
Abr	518 251	72 798	663 740	-13 286	-	183	205 184	306 870	795 902	117 289	457 309	149 012	211 381	
May	518 635	97 546	692 289	-24 199	-	1 178	248 178	293 449	803 187	117 440	461 565	165 612	225 187	
Jun	496 616	129 940	713 202	-58 607	-	304	288 223	275 553	808 910	133 527	463 359	203 525	221 063	
Jul	447 504	197 804	418 108	-43 633	-	261	125 035	245 431	817 565	103 637	543 196	132 575	202 074	
Ago	428 464	156 847	436 311	-69 674	-	569	95 589	220 146	817 554	81 380	543 363	135 425	208 318	
Sep	447 722	154 228	432 260	-67 794	-	547	71 520	223 098	813 964	97 492	543 285	145 074	224 624	
Oct	400 207	184 986	327 455	-64 198	-	662	48 697	202 036	813 259	95 670	511 143	195 750	198 171	
Nov	409 030	179 522	338 925	-68 984	-	1 776	42 207	193 808	813 937	91 614	511 275	200 469	215 222	
Dic	404 267	194 560	333 046	-69 023	-	819	55 135	175 471	832 289	82 373	512 369	226 822	228 797	
11 Ene	349 323	184 834	303 292	-78 160	-	65	60 707	166 234	827 363	94 746	548 751	207 124	183 089	
Feb	374 289	159 033	323 186	-82 463	-	6 539	32 007	149 313	820 280	89 194	549 375	210 786	224 976	
Mar	338 910	106 478	336 508	-81 557	-	1 478	23 997	128 374	822 946	81 378	552 327	223 623	210 536	

8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

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 financiación (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28	
09 Oct	82 534	5 940	82 025	-579	-	-	4 852	44 070	-5 447	16 653	77 235	23 601	14 900	69 283	27 257
Nov	79 011	6 453	74 472	-755	-	-	1 159	32 264	-5 447	27 120	76 566	40 008	14 921	74 533	25 073
Dic	76 105	2 801	78 640	-495	-	-	4 841	33 623	-5 447	21 154	78 779	33 805	14 918	76 513	26 775
10 Ene	77 318	591	88 649	-1 383	-	3	10 543	38 790	-5 447	17 774	78 093	31 878	16 160	76 037	26 201
Feb	76 269	1 118	87 564	-1 254	-	2	11 161	40 278	-5 447	15 831	76 555	32 241	16 195	76 770	25 607
Mar	81 881	1 504	88 688	-759	-	0	7 552	47 978	-5 447	13 216	76 922	30 454	16 266	77 895	26 134
Abr	74 603	1 351	89 436	-861	-	-	15 323	41 475	-5 447	12 505	76 714	30 938	17 390	77 757	26 070
May	85 618	7 984	97 566	-1 785	-	2	18 150	53 407	-5 447	10 853	76 313	30 862	17 638	78 683	26 805
Jun	126 300	30 119	106 371	-607	-	55	9 638	92 411	-5 447	13 914	76 968	31 662	17 802	76 914	25 422
Jul	130 209	31 057	108 960	-305	-	-	9 503	102 620	-5 447	8 311	78 104	21 305	20 533	70 565	24 725
Ago	109 793	15 500	110 128	-5 902	-	-	9 933	88 651	-5 447	3 398	77 088	17 100	20 528	70 262	23 191
Sep	97 682	7 334	104 423	-5 454	-	-	8 620	77 026	-5 447	-368	75 443	15 414	20 479	70 746	26 471
Oct	67 947	13 512	57 773	662	-	1	4 002	49 480	-5 447	-170	74 449	18 195	19 186	73 628	24 084
Nov	61 138	13 352	51 105	-235	-	-	3 084	42 571	-5 447	-520	73 297	20 212	19 224	74 805	24 534
Dic	66 986	22 197	47 538	241	-	-	2 990	50 767	-5 465	-6 565	75 356	14 283	19 258	76 945	28 249
11 Ene	53 120	17 882	39 237	-872	-	4	3 131	51 551	-5 585	-14 331	74 555	8 039	20 445	76 480	21 486
Feb	49 177	14 803	36 141	-494	-	-	1 273	43 382	-5 585	-14 067	73 006	10 280	20 545	76 807	25 447
Mar	40 992	9 090	34 734	-1 492	-	-	1 340	40 606	-5 585	-18 751	72 689	7 193	20 785	77 848	24 721

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

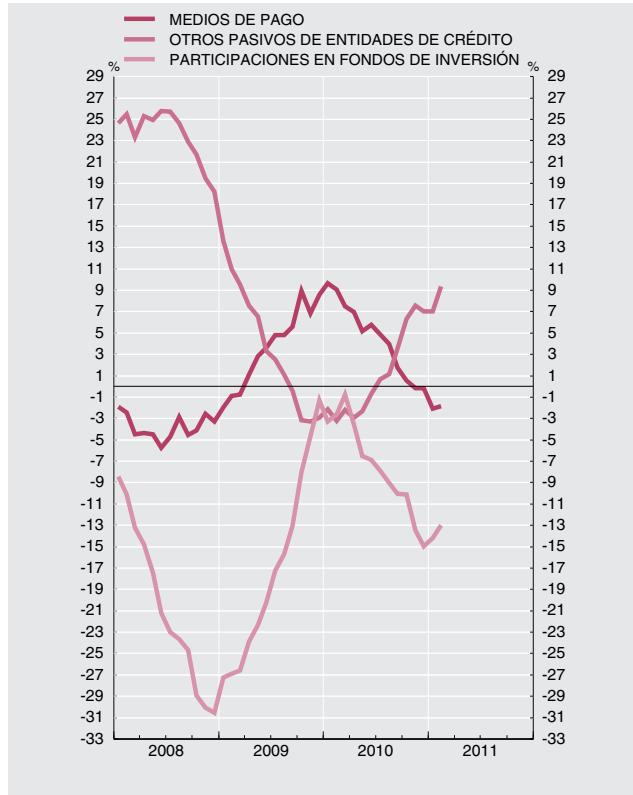
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión					Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12		
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en exterior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
08	479 495	-3,3	0,5	-4,2	546 800	18,2	24,3	-19,1	-8,9	148 107	-30,6	-16,7	-41,3	5,0	8,0	
09	520 512	8,6	0,6	10,6	530 709	-2,9	-1,3	-12,0	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,3	0,3	
10	P 519 551	-0,2	-0,3	-0,1	567 961	7,0	6,7	15,4	-22,2	124 333	-15,0	-29,8	2,0	1,2	-1,7	
09	Nov	506 069	6,9	0,0	8,6	525 446	-3,3	-1,4	-16,9	-28,2	144 514	-4,7	-0,1	-9,7	1,3	-0,1
	Dic	520 512	8,6	0,6	10,6	530 709	-2,9	-1,3	-12,0	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,3	0,3
10	Ene	516 226	9,7	1,0	11,9	527 483	-2,1	-1,2	-7,5	-29,8	144 932	-3,3	-3,2	-3,4	2,9	-1,2
	Feb	516 731	9,0	0,7	11,1	521 951	-3,2	-2,2	-8,8	-38,5	143 869	-2,6	-5,4	0,7	1,9	-2,4
	Mar	510 307	7,5	0,9	9,2	527 826	-2,2	-1,4	-3,9	-40,3	143 517	-0,7	-7,5	7,3	1,6	-2,7
	Apr	506 816	7,0	-0,4	8,9	526 819	-2,9	-1,8	-10,5	-30,2	142 177	-3,6	-10,4	4,5	0,8	-3,9
	May	513 534	5,2	0,3	6,4	531 372	-2,3	-0,1	-18,2	-40,7	137 385	-6,5	-13,2	1,4	0,2	-4,1
	Jun	532 191	5,8	0,8	7,0	537 743	-0,7	1,4	-17,4	-22,1	133 721	-6,9	-16,4	4,2	1,1	-4,4
	Jul	524 832	4,9	0,8	5,9	545 978	0,7	2,7	-14,8	-30,8	133 080	-7,9	-21,1	7,8	1,0	-5,2
	Ago	518 585	4,0	0,7	4,8	548 266	1,2	2,7	-9,8	-29,3	132 605	-9,0	-22,9	7,7	0,7	-5,1
	Sep	511 873	1,7	0,7	2,0	555 640	3,6	4,9	-3,5	-36,3	130 980	-10,1	-25,9	9,6	0,6	-3,5
	Oct	P 507 466	0,6	0,1	0,7	559 772	6,3	7,2	3,5	-33,3	129 758	-10,1	-26,5	9,9	1,4	-2,6
	Nov	P 505 196	-0,2	-0,4	-0,1	565 065	7,5	7,5	13,8	-24,9	125 051	-13,5	-29,0	5,4	1,4	-1,4
	Dic	P 519 551	-0,2	-0,3	-0,1	567 961	7,0	6,7	15,4	-22,2	124 333	-15,0	-29,8	2,0	1,2	-1,7
11	Ene	P 505 601	-2,1	-0,6	-2,4	564 654	7,0	7,1	10,7	-20,5	124 351	-14,2	-31,2	5,1	0,2	-1,6
	Feb	P 507 087	-1,9	-0,8	-2,1	570 751	9,3	8,9	18,3	-11,5	125 151	-13,0	-31,3	7,0	1,4	0,6

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

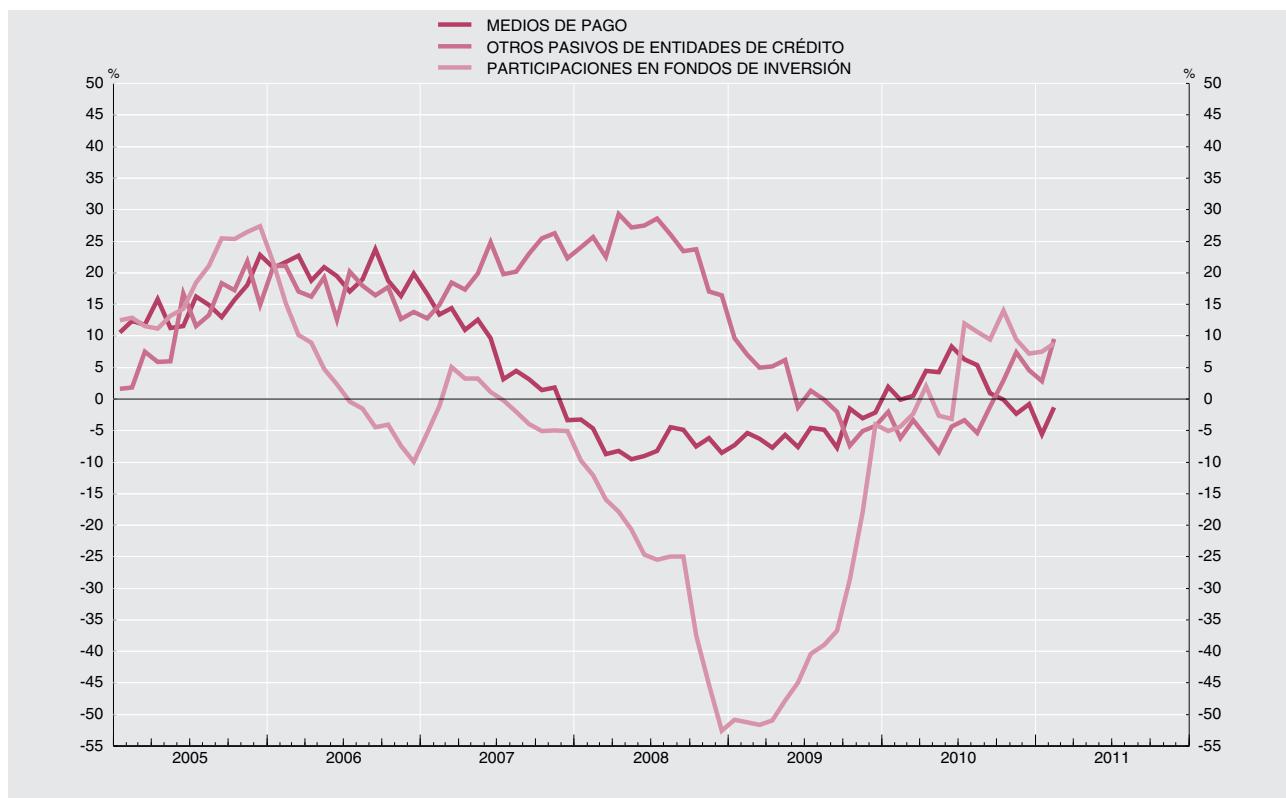
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa interanual	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
08	121 783	-8,6	117 875	16,4	25,1	-0,2	11 959	-52,5	-42,7	-60,1	
09	119 238	-2,1	112 887	-4,2	9,2	-36,6	11 475	-4,0	-6,4	-1,4	
10	P 118 281	-0,8	118 065	4,6	6,1	-1,5	12 301	7,2	-8,2	23,5	
09	Nov	117 105	-3,1	110 907	-5,1	9,3	-37,0	11 304	-18,0	-17,2	-18,8
	Dic	119 238	-2,1	112 887	-4,2	9,2	-36,6	11 475	-4,0	-6,4	-1,4
10	Ene	117 986	1,9	108 884	-2,0	9,6	-33,5	11 443	-5,1	-8,8	-0,8
	Feb	117 221	-0,1	104 397	-6,2	4,9	-38,1	11 376	-4,4	-10,8	3,3
	Mar	115 778	0,5	107 759	-3,4	6,3	-33,3	11 368	-2,4	-12,5	10,2
	Abr	114 055	4,4	108 304	-5,9	4,0	-34,9	11 585	2,0	-2,4	6,9
	May	118 730	4,2	108 376	-8,4	3,4	-41,7	11 195	-2,7	-8,3	3,8
	Jun	124 909	8,3	111 298	-4,4	5,9	-34,8	10 897	-3,2	-11,8	6,7
	Jul	119 477	6,3	113 270	-3,4	6,9	-34,9	13 167	12,0	-3,6	30,4
	Ago	120 643	5,4	111 874	-5,4	2,5	-30,6	13 120	10,6	-5,9	30,3
	Sep	117 226	0,9	115 377	-1,3	5,8	-24,3	12 959	9,4	-9,4	32,6
10	Oct	P 114 147	-0,1	115 396	2,9	8,6	-17,6	12 838	14,0	-2,9	32,9
	Nov	P 114 359	-2,3	119 091	7,4	9,6	-1,1	12 372	9,5	-6,6	27,6
	Dic	P 118 281	-0,8	118 065	4,6	6,1	-1,5	12 301	7,2	-8,2	23,5
11	Ene	P 111 359	-5,6	112 013	2,9	5,4	-8,5	12 303	7,5	-11,0	27,2
	Feb	P 115 642	-1,3	114 366	9,5	10,0	7,2	12 382	8,8	-11,2	29,5

SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

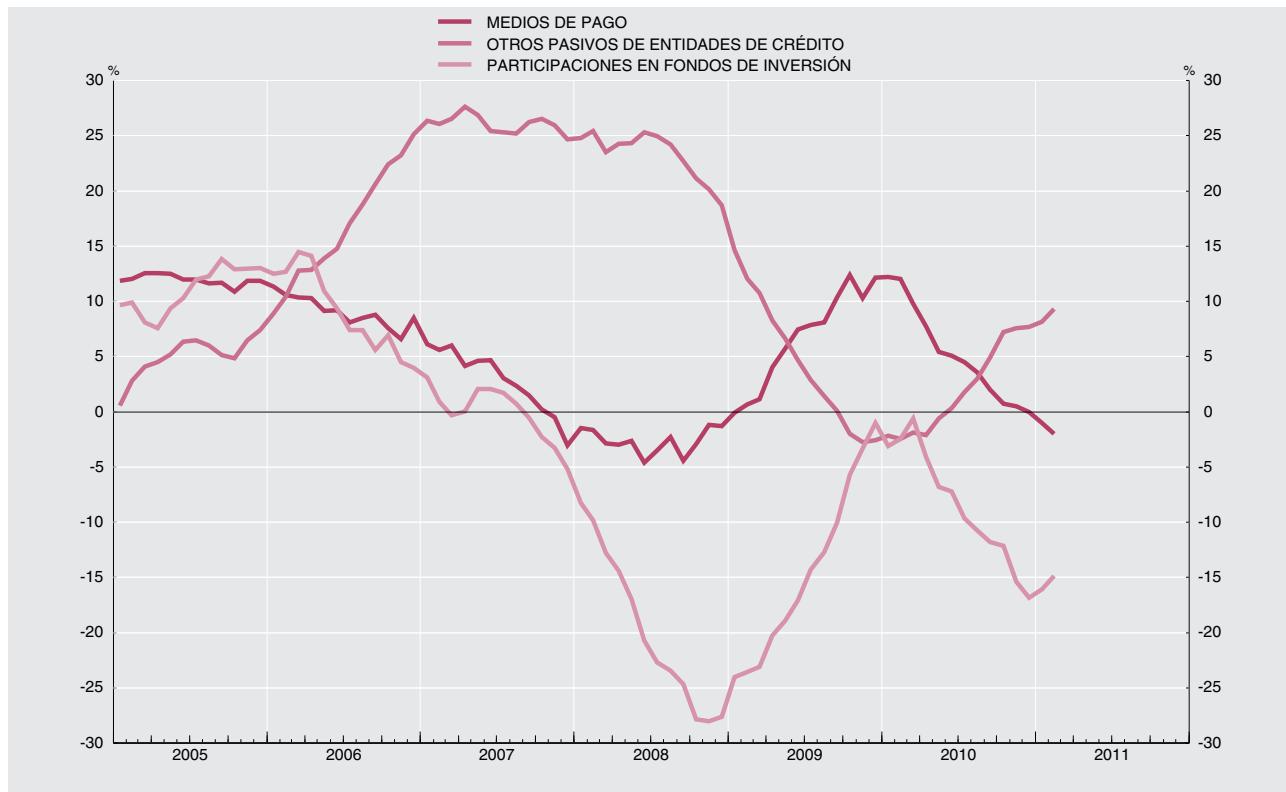
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual	
			Efectivo	Depósitos a la vista (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
08	357 712	-1,3	3,1	-2,7	428 924	18,7	24,2	-35,3	136 148	-27,6	-13,3	-38,7
09	401 274	12,2	2,8	15,3	417 822	-2,6	-3,5	14,0	134 738	-1,0	1,1	-3,4
10	P 401 270	-0,0	1,8	-0,5	449 896	7,7	6,9	20,8	112 032	-16,9	-31,6	0,1
09 Nov	388 964	10,3	2,2	13,0	414 538	-2,8	-3,5	10,1	133 210	-3,3	1,6	-8,8
Dic	401 274	12,2	2,8	15,3	417 822	-2,6	-3,5	14,0	134 738	-1,0	1,1	-3,4
10 Ene	398 239	12,2	3,3	15,1	418 599	-2,2	-3,3	20,6	133 489	-3,1	-2,7	-3,6
Feb	399 510	12,0	3,0	15,0	417 554	-2,5	-3,6	19,2	132 493	-2,5	-4,9	0,4
Mar	394 528	9,8	3,2	11,9	420 067	-1,9	-3,0	18,5	132 148	-0,6	-7,0	7,1
Abr	392 762	7,7	1,9	9,6	418 515	-2,1	-3,0	13,0	130 592	-4,1	-11,0	4,3
May	394 803	5,4	2,7	6,3	422 996	-0,6	-0,9	2,8	126 190	-6,8	-13,6	1,2
Jun	407 282	5,1	3,2	5,6	426 445	0,3	0,4	-0,4	122 824	-7,2	-16,8	4,0
Jul	405 355	4,5	3,3	4,9	432 708	1,8	1,7	2,0	119 913	-9,7	-22,6	5,8
Ago	397 942	3,5	3,3	3,6	436 393	3,0	2,8	6,4	119 485	-10,8	-24,4	5,7
Sep	394 647	2,0	3,3	1,6	440 263	4,9	4,7	8,3	118 020	-11,8	-27,3	7,5
Oct	P 393 319	0,7	2,5	0,2	444 376	7,2	6,9	13,1	116 920	-12,2	-28,4	7,8
Nov	P 390 837	0,5	1,9	0,1	445 974	7,6	7,0	16,8	112 678	-15,4	-30,8	3,5
Dic	P 401 270	-0,0	1,8	-0,5	449 896	7,7	6,9	20,8	112 032	-16,9	-31,6	0,1
11 Ene	P 394 242	-1,0	1,3	-1,7	452 641	8,1	7,5	18,3	112 048	-16,1	-32,9	3,2
Feb	P 391 445	-2,0	0,9	-2,9	456 385	9,3	8,6	19,8	112 769	-14,9	-32,9	5,0

HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

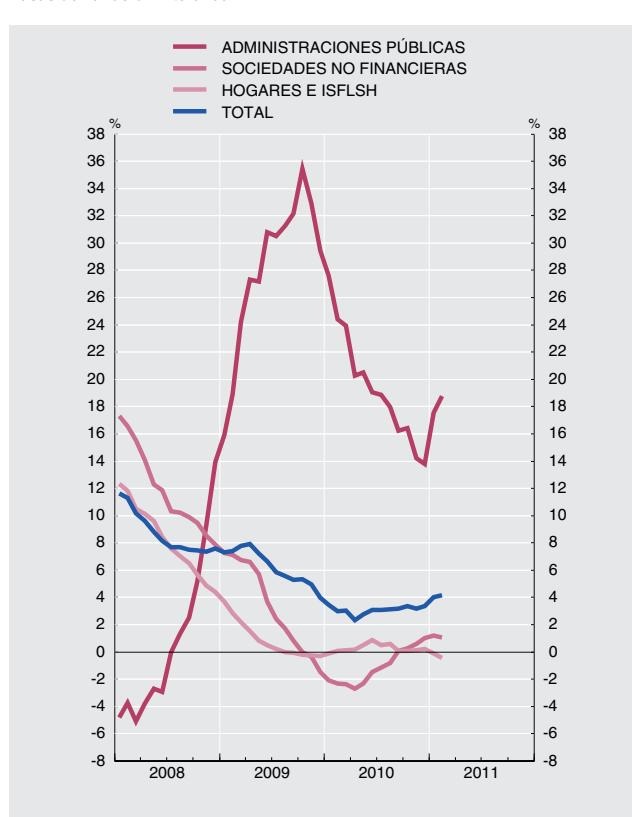
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

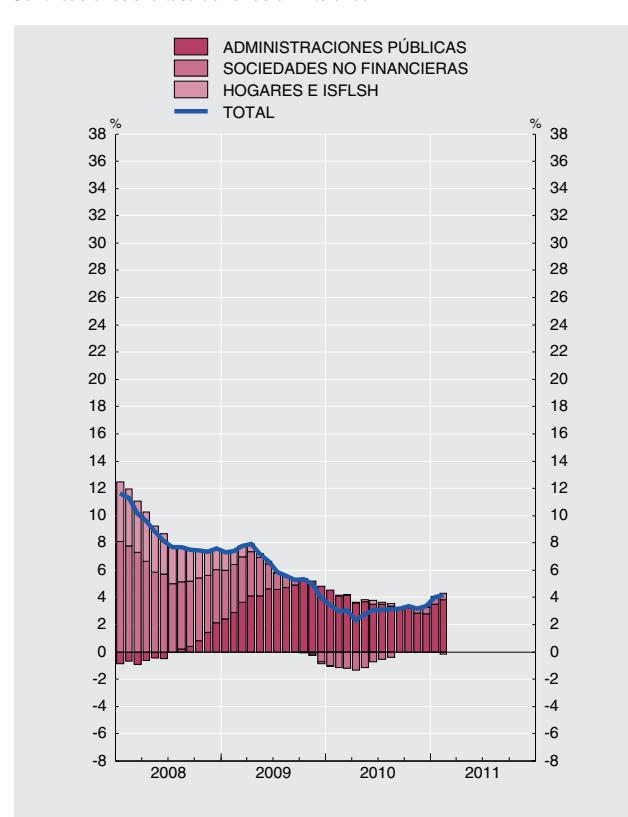
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual								Contribución a la tasa del total									
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Por sectores		Por instrumentos			
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos			Por sectores		Por instrumentos			
					Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exterior		Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exterior	Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exterior	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
08	2 650 066	187 316	7,6	13,9	6,4	7,9	4,4	5,6	12,1	10,9	2,1	5,4	3,9	1,6	4,0	0,2	1,3				
09	2 774 277	105 470	4,0	29,5	-1,0	-1,5	-0,3	-2,0	36,9	-0,3	4,8	-0,8	-0,7	-0,1	-1,4	0,6	-0,0				
10	2 850 956	92 772	3,3	13,8	0,7	1,0	0,2	-0,4	14,9	4,2	2,8	0,6	0,5	0,1	-0,3	0,3	0,5				
09 Nov	2 774 817	20 184	5,0	32,9	-0,3	-0,3	-0,2	-1,7	33,6	3,9	5,2	-0,3	-0,2	-0,1	-1,2	0,5	0,5				
Dic	2 774 277	-5 691	4,0	29,5	-1,0	-1,5	-0,3	-2,0	36,9	-0,3	4,8	-0,8	-0,7	-0,1	-1,4	0,6	-0,0				
10 Ene	2 759 671	-13 662	3,4	27,6	-1,3	-2,1	-0,1	-2,3	33,4	-0,3	4,5	-1,1	-1,0	-0,0	-1,6	0,5	-0,0				
Feb	2 764 178	5 770	3,0	24,4	-1,3	-2,3	0,1	-2,2	29,7	-0,9	4,1	-1,1	-1,1	0,0	-1,5	0,5	-0,1				
Mar	2 782 378	18 376	3,0	23,9	-1,4	-2,4	0,1	-2,1	32,7	-2,0	4,2	-1,1	-1,2	0,0	-1,4	0,6	-0,2				
Abr	2 788 267	4 992	2,3	20,3	-1,5	-2,7	0,2	-2,3	39,9	-2,8	3,6	-1,3	-1,3	0,1	-1,6	0,7	-0,3				
May	2 802 446	12 723	2,7	20,5	-1,2	-2,3	0,5	-2,0	43,1	-2,5	3,7	-0,9	-1,1	0,2	-1,4	0,7	-0,3				
Jun	2 825 990	24 681	3,1	19,1	-0,5	-1,5	0,9	-1,0	43,8	-3,5	3,5	-0,4	-0,7	0,3	-0,7	0,7	-0,4				
Jul	2 822 558	-2 405	3,1	18,9	-0,5	-1,1	0,5	-1,0	26,4	-1,7	3,5	-0,4	-0,6	0,2	-0,7	0,5	-0,2				
Ago	2 815 407	-6 924	3,1	18,0	-0,3	-0,8	0,6	-0,8	27,3	-1,4	3,4	-0,2	-0,4	0,2	-0,5	0,5	-0,2				
Sep	2 826 586	18 131	3,2	16,3	0,1	0,1	0,1	-0,7	28,9	-0,2	3,1	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,0				
Oct	2 842 681	16 839	3,4	16,4	0,2	0,3	0,1	-0,6	27,2	0,5	3,2	0,2	0,1	0,0	-0,4	0,5	0,1				
Nov	2 856 890	14 998	3,2	14,2	0,4	0,6	0,1	-0,4	18,5	1,6	2,8	0,3	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,2				
Dic	2 850 956	-744	3,3	13,8	0,7	1,0	0,2	-0,4	14,9	4,2	2,8	0,6	0,5	0,1	-0,3	0,3	0,5				
11 Ene	P 2 856 202	5 177	4,0	17,5	0,7	1,2	-0,1	-0,4	11,7	4,6	3,5	0,5	0,6	-0,0	-0,3	0,2	0,6				
Feb	P 2 864 934	9 455	4,2	18,8	0,4	1,1	-0,5	-0,9	14,9	5,3	3,8	0,4	0,5	-0,1	-0,6	0,3	0,6				

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

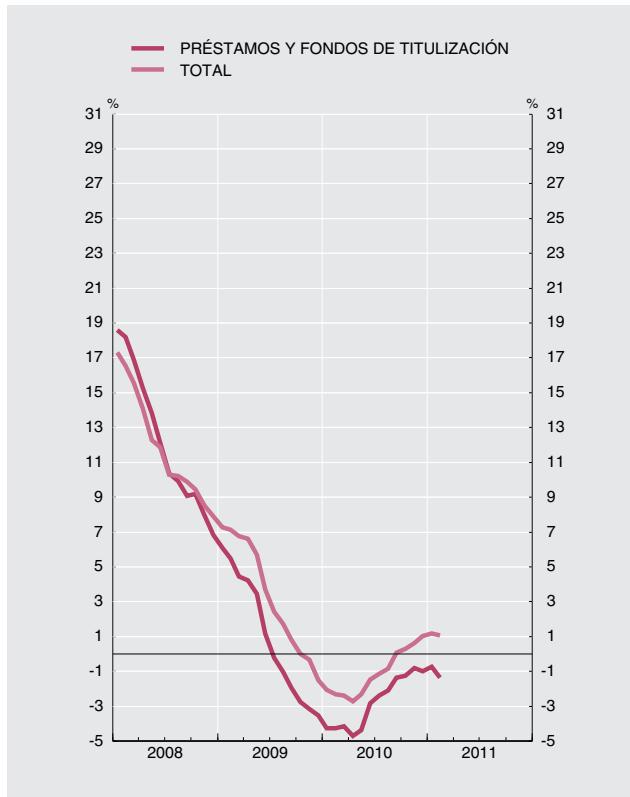
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

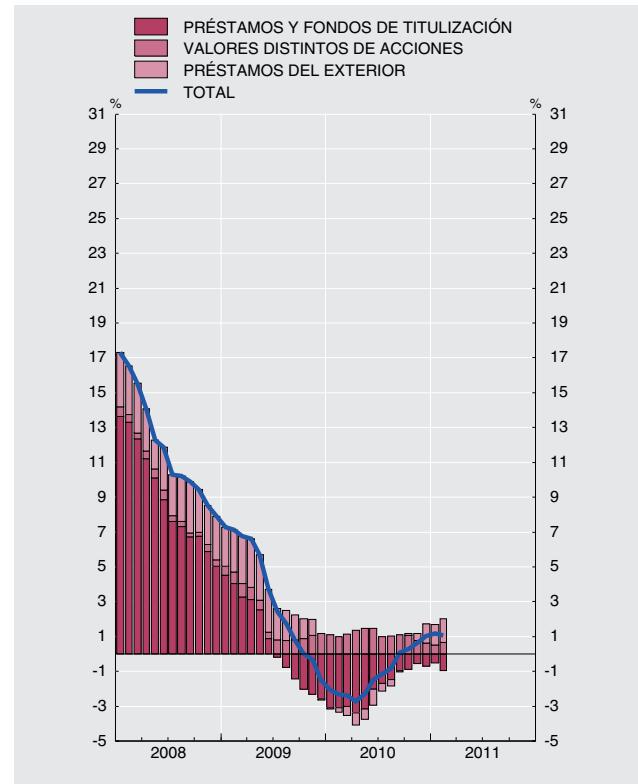
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro med- moria: préstamos tituli- zados fuera del balance		
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	del cual	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total		
								Emisio-nes de filial, financ. resid.	8	9	10	11	12	13	14
	1	2	3	4	5	6	7								
08	1 305 918	95 981	7,9	954 134	6,8	5,0	41 063	25 648	12,1	0,4	310 721	10,8	2,5	2 060	
09	1 309 201	-19 512	-1,5	916 361	-3,5	-2,6	56 199	40 095	36,9	1,2	336 642	-0,3	-0,1	1 256	
10	P 1 313 383	13 282	1,0	897 474	-1,0	-0,7	64 551	47 129	14,9	0,6	351 358	4,2	1,1	1 575	
09 Nov	1 310 944	-1 302	-0,3	918 859	-3,1	-2,3	55 029	39 262	33,6	1,1	337 056	3,8	0,9	1 418	
Dic	1 309 201	-7 856	-1,5	916 361	-3,5	-2,6	56 199	40 095	36,9	1,2	336 642	-0,3	-0,1	1 256	
10 Ene	1 302 686	-5 844	-2,1	909 624	-4,3	-3,1	57 569	41 388	33,4	1,1	335 492	-0,3	-0,1	1 220	
Feb	1 300 915	-785	-2,3	908 079	-4,3	-3,1	57 812	41 445	29,7	1,0	335 023	-1,0	-0,2	1 187	
Mar	1 304 047	2 814	-2,4	907 617	-4,2	-3,0	60 162	43 130	32,7	1,1	336 268	-2,1	-0,5	1 140	
Apr	1 308 527	3 260	-2,7	904 876	-4,7	-3,4	63 890	45 873	39,9	1,4	339 761	-2,8	-0,7	1 187	
May	1 312 095	1 850	-2,3	906 048	-4,4	-3,1	64 385	46 658	43,1	1,5	341 662	-2,5	-0,6	1 351	
Jun	1 314 296	2 037	-1,5	907 970	-2,8	-2,0	63 812	46 358	43,8	1,5	342 514	-3,6	-0,9	1 856	
Jul	1 316 736	3 156	-1,1	907 752	-2,4	-1,7	62 937	45 523	26,4	1,0	346 047	-1,7	-0,4	1 783	
Ago	1 311 477	-5 350	-0,8	900 944	-2,1	-1,5	62 889	45 826	27,3	1,0	347 643	-1,5	-0,4	1 697	
Sep	1 316 280	10 796	0,1	904 894	-1,4	-1,0	63 505	45 941	28,9	1,1	347 881	-0,2	-0,1	1 493	
Oct	P 1 316 957	837	0,3	904 270	-1,3	-0,9	64 523	46 973	27,2	1,1	348 164	0,4	0,1	1 593	
Nov	P 1 319 790	3 152	0,6	903 780	-0,8	-0,6	65 222	47 763	18,5	0,8	350 788	1,5	0,4	1 597	
Dic	P 1 313 383	-2 643	1,0	897 474	-1,0	-0,7	64 551	47 129	14,9	0,6	351 358	4,2	1,1	1 575	
11 Ene	P 1 309 713	-3 700	1,2	892 949	-0,7	-0,5	64 286	46 909	11,7	0,5	352 477	4,6	1,2	1 451	
Feb	P 1 306 946	-2 376	1,1	885 653	-1,4	-1,0	66 420	49 140	14,9	0,7	354 872	5,3	1,4	1 345	

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

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

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

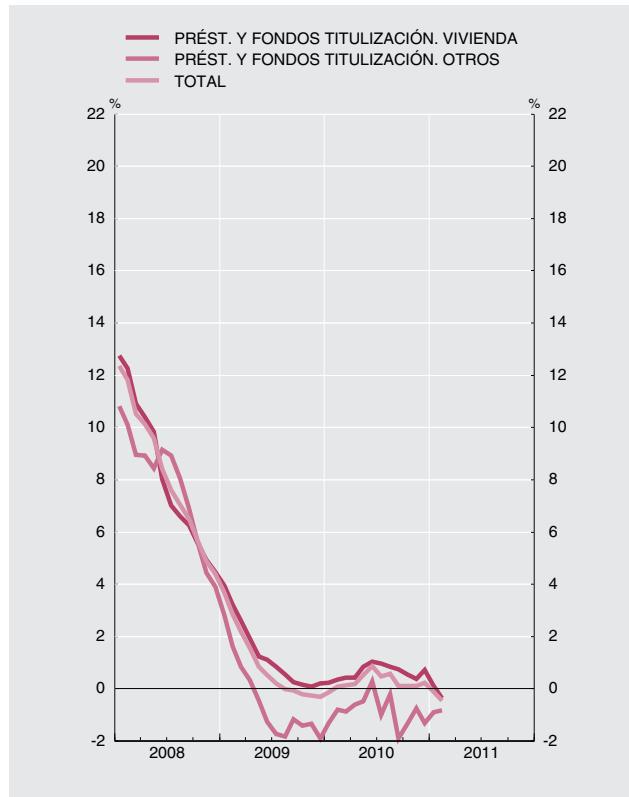
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

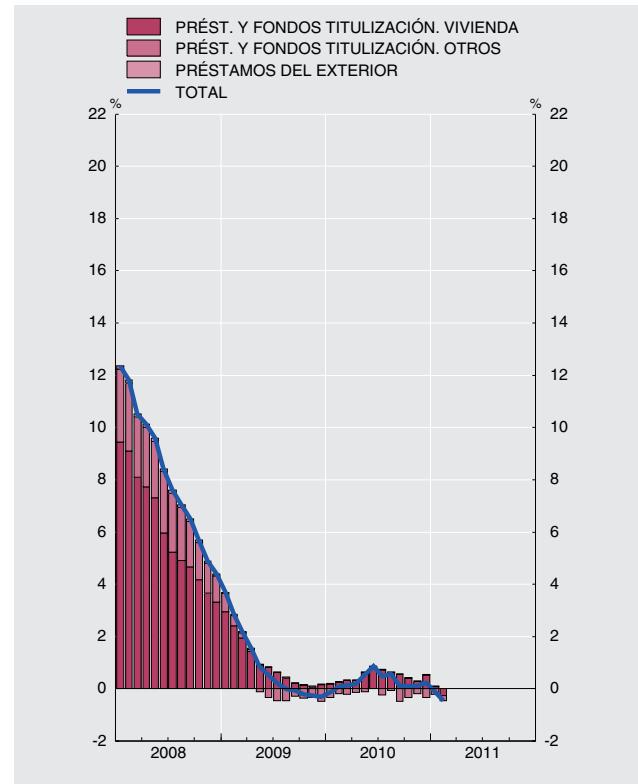
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	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	13	14
08	910 537	38 386	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	2 376	33,6	0,1	23 304	4 436
09	903 756	-2 726	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	3 381	11,0	0,0	23 986	2 986
10	P 898 806	2 041	0,2	679 867	0,7	0,5	215 348	-1,3	-0,3	3 592	4,9	0,0	17 070	1 628
09 Nov	909 509	5 631	-0,2	678 402	0,1	0,1	227 716	-1,3	-0,3	3 390	12,0	0,0	24 623	3 040
Dic	903 756	-4 790	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	3 381	11,0	0,0	23 986	2 986
10 Ene	902 421	-1 065	-0,1	678 682	0,2	0,2	220 331	-1,3	-0,3	3 409	5,1	0,0	23 798	2 894
Feb	901 351	-793	0,1	678 908	0,4	0,3	219 020	-0,8	-0,2	3 423	4,8	0,0	23 564	2 784
Mar	899 768	-1 090	0,1	678 919	0,4	0,3	217 407	-0,9	-0,2	3 442	3,3	0,0	23 445	2 705
Apr	900 953	1 507	0,2	678 955	0,4	0,3	218 546	-0,6	-0,1	3 452	3,1	0,0	23 175	2 603
May	902 715	2 022	0,5	680 525	0,8	0,6	218 728	-0,5	-0,1	3 462	3,0	0,0	22 777	2 488
Jun	911 169	9 757	0,9	680 328	1,0	0,8	227 379	0,3	0,1	3 462	2,5	0,0	19 891	2 407
Jul	904 987	-5 872	0,5	680 760	1,0	0,7	220 755	-1,0	-0,2	3 471	2,4	0,0	19 834	2 311
Ago	903 219	-1 451	0,6	679 165	0,8	0,6	220 542	-0,2	-0,1	3 512	3,4	0,0	19 271	2 156
Sep	898 411	-3 848	0,1	678 448	0,7	0,6	216 448	-1,9	-0,5	3 515	3,1	0,0	19 216	2 070
Oct	P 898 702	874	0,1	677 838	0,5	0,4	217 289	-1,3	-0,3	3 575	4,5	0,0	18 914	2 009
Nov	P 903 952	5 719	0,1	677 590	0,4	0,3	222 772	-0,8	-0,2	3 589	4,6	0,0	17 285	1 773
Dic	P 898 806	-3 720	0,2	679 867	0,7	0,5	215 348	-1,3	-0,3	3 592	4,9	0,0	17 070	1 628
11 Ene	P 894 728	-4 119	-0,1	675 973	0,1	0,1	215 147	-0,9	-0,2	3 608	4,3	0,0	16 724	1 525
Feb	P 890 541	-3 853	-0,5	672 959	-0,4	-0,3	213 962	-0,8	-0,2	3 620	4,2	0,0	16 042	1 491

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

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

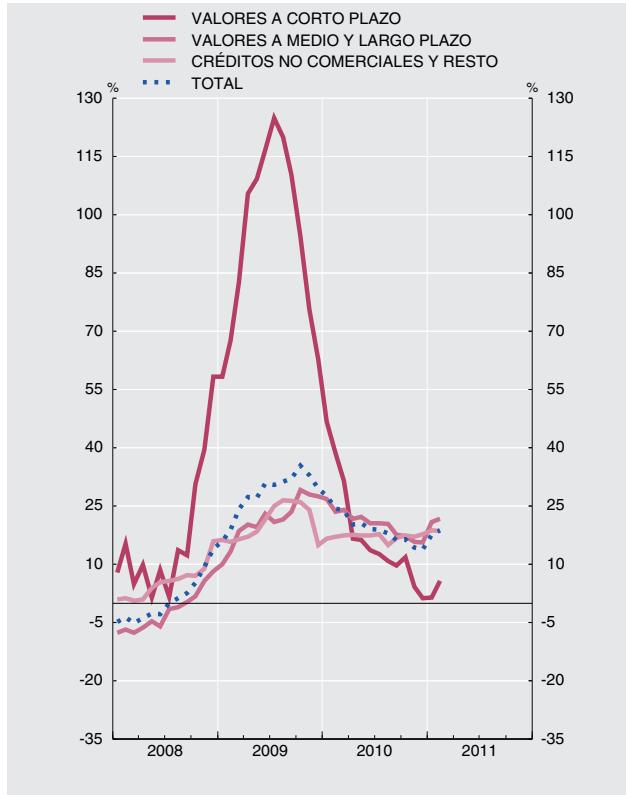
8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

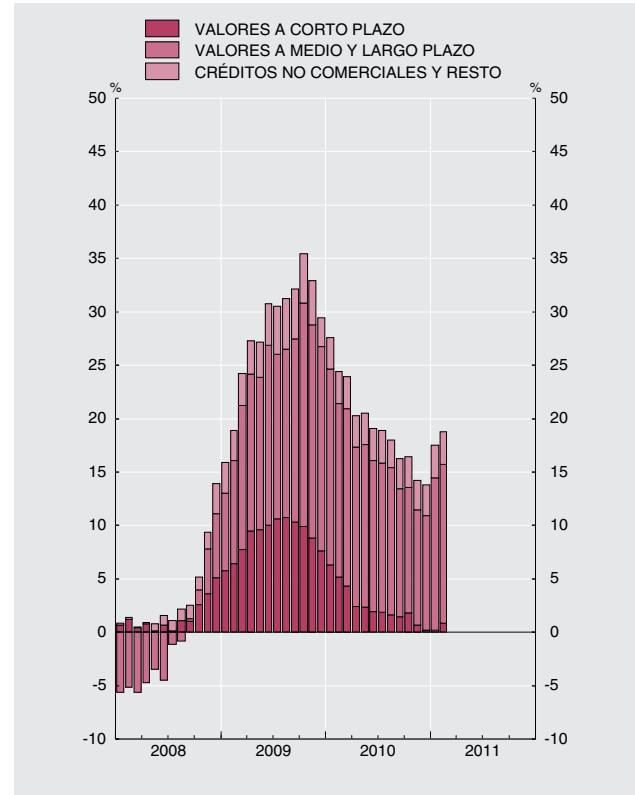
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta				Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
07	380 661	-8 847	-2,3	33 397	823	2,5	0,2	279 872	-9 001	-3,1	-2,3	67 392	-668	-1,0	-0,2	
08	433 611	52 950	13,9	52 876	19 479	58,3	5,1	302 656	22 784	8,1	6,0	78 079	10 687	15,9	2,8	
09	P 561 319	127 708	29,5	86 003	33 127	62,7	7,6	385 561	82 905	27,4	19,1	89 755	11 676	15,0	2,7	
10	A 638 767	77 448	13,8	87 119	1 116	1,3	0,2	445 903	60 342	15,7	10,8	105 745	15 990	17,8	2,8	
09	Sep	P 526 351	17 143	32,1	78 476	1 964	110,3	10,3	359 155	14 033	23,5	17,2	88 721	1 146	26,4	4,6
	Oct	P 538 510	12 158	35,4	81 328	2 852	94,3	9,9	367 883	8 729	29,1	20,9	89 298	578	26,0	4,6
	Nov	P 554 363	15 854	32,9	85 523	4 195	75,6	8,8	379 926	12 043	28,0	19,9	88 915	-384	24,0	4,1
	Dic	P 561 319	6 955	29,5	86 003	480	62,7	7,6	385 561	5 635	27,4	19,1	89 755	840	15,0	2,7
10	Ene	P 554 565	-6 754	27,6	85 772	-231	46,8	6,3	377 661	-7 900	26,7	18,3	91 132	1 377	16,5	3,0
	Feb	P 561 912	7 347	24,4	83 533	-2 238	38,6	5,1	385 513	7 852	23,5	16,3	92 865	1 733	17,1	3,0
	Mar	P 578 563	16 651	23,9	84 644	1 111	31,4	4,3	399 788	14 274	24,0	16,6	94 131	1 266	17,4	3,0
	Abr	P 578 787	224	20,3	81 354	-3 290	16,7	2,4	402 724	2 936	21,7	14,9	94 710	579	17,6	3,0
	May	P 587 637	8 850	20,5	81 750	397	16,2	2,3	409 152	6 428	22,2	15,2	96 735	2 025	17,3	2,9
	Jun	P 600 524	12 887	19,1	81 616	-135	13,7	1,9	417 901	8 749	20,6	14,1	101 008	4 273	17,5	3,0
	Jul	P 600 835	311	18,9	83 409	1 793	12,7	1,9	414 997	-2 904	20,5	14,0	102 429	1 421	17,8	3,1
	Ago	P 600 712	-123	18,0	84 768	1 359	10,8	1,6	415 245	248	20,3	13,8	100 699	-1 730	15,0	2,6
	Sep	P 611 894	11 183	16,3	86 110	1 342	9,7	1,5	422 179	6 934	17,5	12,0	103 606	2 907	16,8	2,8
	Oct	A 627 022	15 127	16,4	90 961	4 852	11,8	1,8	431 169	8 990	17,2	11,8	104 892	1 286	17,5	2,9
	Nov	A 633 149	6 127	14,2	89 112	-1 849	4,2	0,6	439 944	8 775	15,8	10,8	104 093	-799	17,1	2,7
	Dic	A 638 767	5 618	13,8	87 119	-1 993	1,3	0,2	445 903	5 959	15,7	10,8	105 745	1 652	17,8	2,8
11	Ene	A 651 762	12 995	17,5	86 945	-174	1,4	0,2	456 643	10 740	20,9	14,2	108 174	2 429	18,7	3,1
	Feb	A 667 415	15 653	18,8	88 258	1 312	5,7	0,8	469 031	12 388	21,7	14,9	110 127	1 953	18,6	3,1

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

a.Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

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

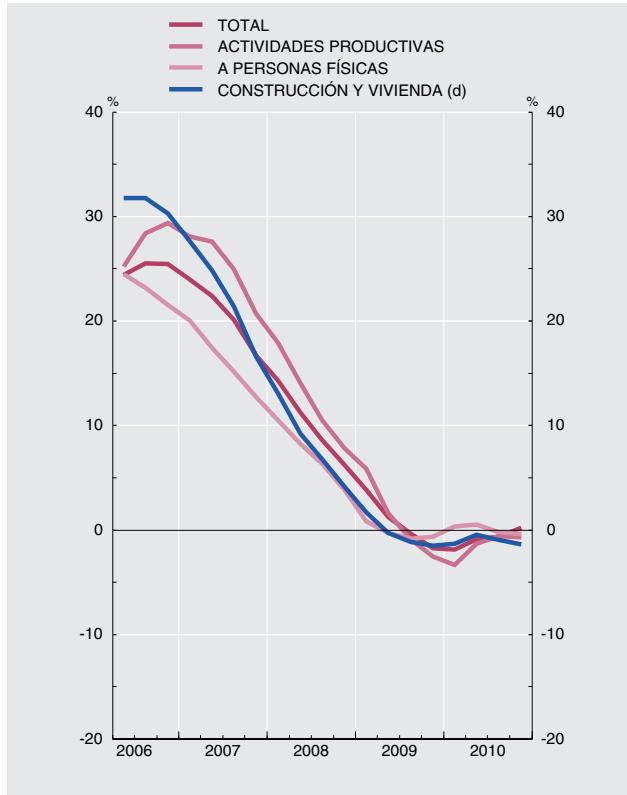
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

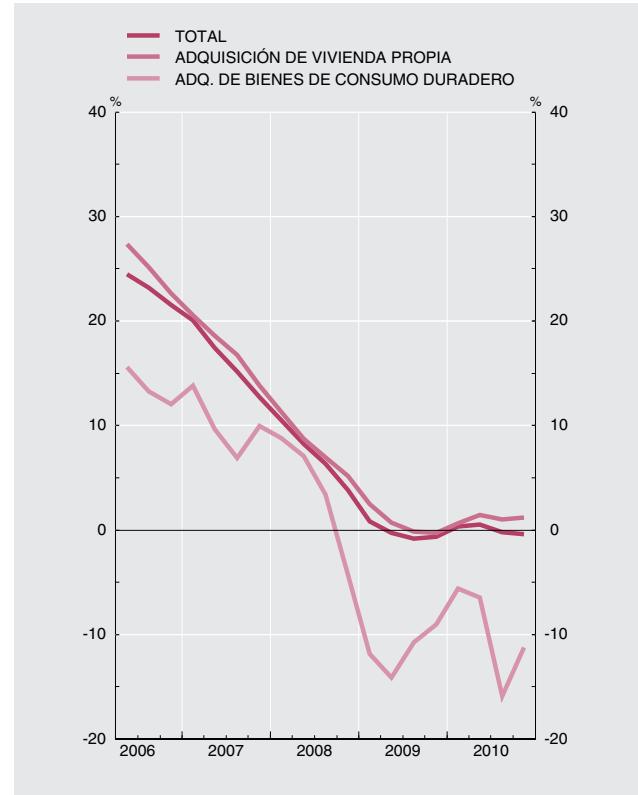
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras finan.c.a 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
07	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507
08	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
09	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988
06 //	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	523 184	498 793	50 552	93 236	5 359	19 584	867 247
IV	1 508 626	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	548 740	523 595	51 461	100 094	5 704	20 983	927 107
07 /	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	570 989	545 190	52 713	102 477	5 743	21 149	973 479
//	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	593 655	567 062	53 898	107 174	5 955	22 497	1 020 287
///	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	609 791	582 505	54 035	104 371	6 106	21 822	1 052 731
IV	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507
08 /	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519
//	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062
///	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765
IV	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
09 /	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231
//	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917
///	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918
IV	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988
10 /	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 474	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758
//	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436
///	1 837 172	991 373	23 456	152 031	121 514	694 373	320 089	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 339	1 100 835
IV	1 843 949	985 151	23 127	152 374	114 517	695 133	315 781	812 781	662 797	632 448	42 069	107 916	6 096	39 920	1 093 094

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

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

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

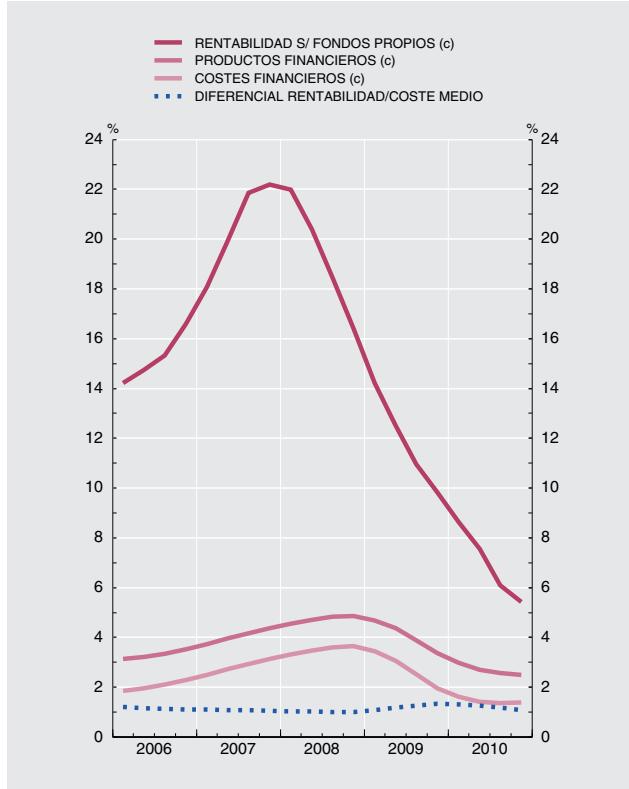
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias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

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

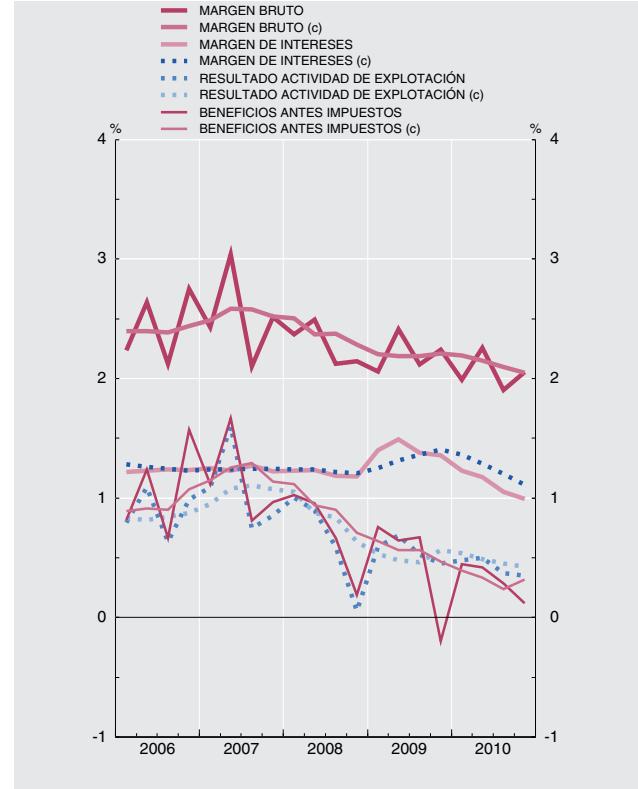
■ Serie representada gráficamente.

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

CUENTA DE RESULTADOS Ratio sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS Ratio 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.

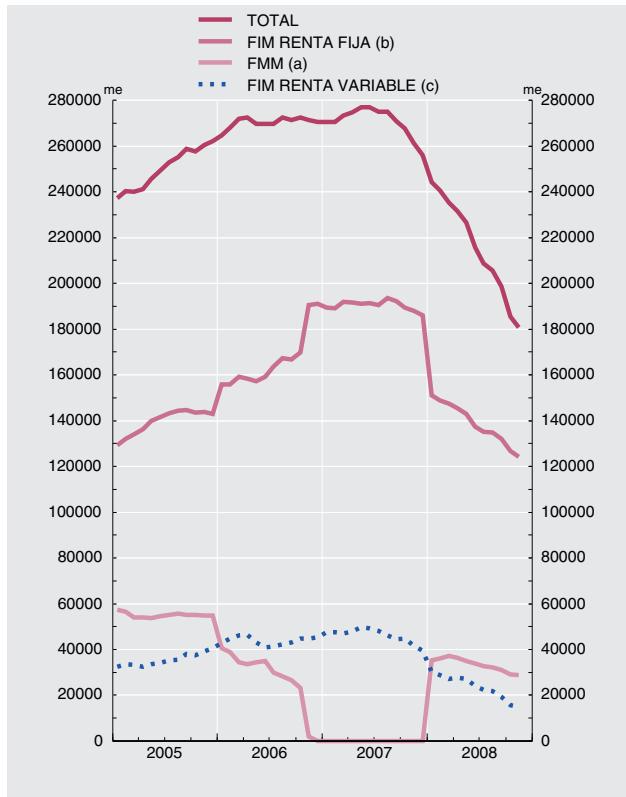
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

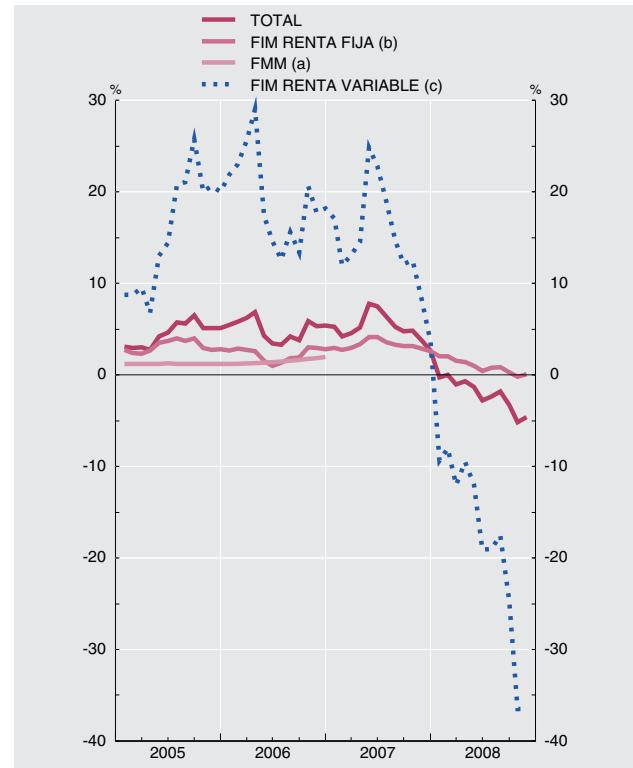
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio
			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6					185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
07 Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-		193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
Sep	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-		192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
Oct	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-		189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-		188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-		185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027		151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10		148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369		147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
Apr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909		145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
May	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590		142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
Jun	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569		137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
Jul	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628		135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
Ago	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549		134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
Sep	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176		131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
Oct	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796		126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
Nov	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427		124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

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

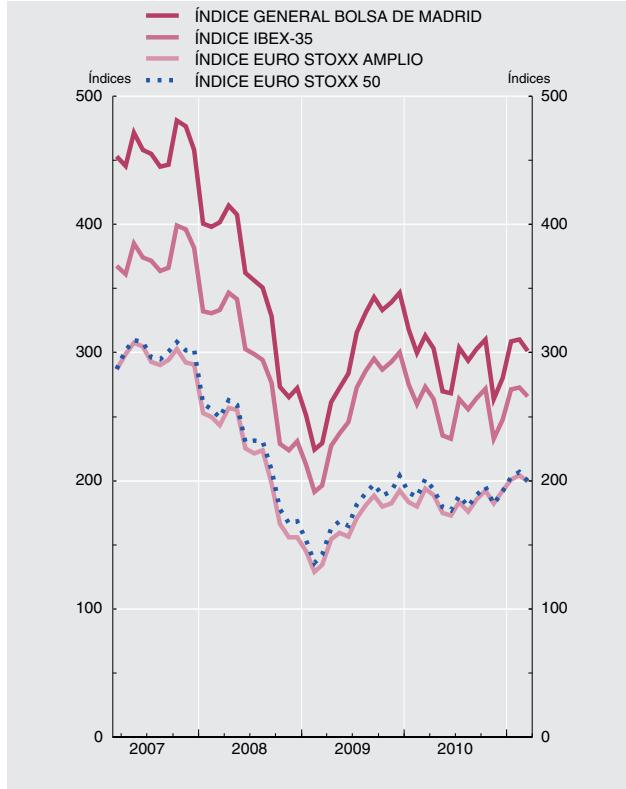
■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

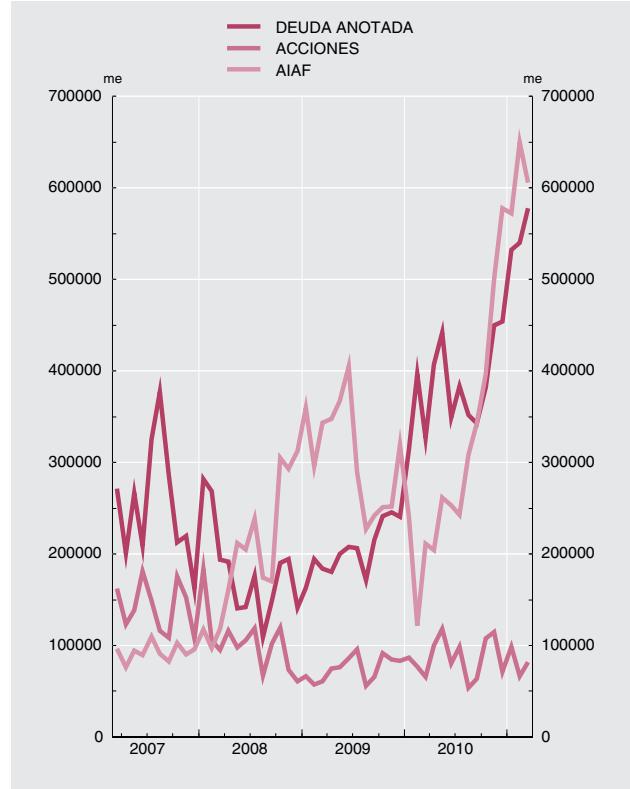
	Índices de cotización de acciones						Contratación de mercados (importes en millones de euros)					
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
09	1 055,69	10 107,91	235,02	2 529,03	898 195	75 103	2 448 490	3 699 008	-	33 946	-	5 752
10	1 053,39	10 203,05	262,36	2 737,05	1 038 259	67 454	4 597 749	3 660 872	-	37 904	-	6 639
11	A 1 098,10	10 740,89	287,39	2 957,41	247 224	13 300	1 649 394	1 828 169	-	8 417	-	1 665
09 Dic	1 241,72	11 940,00	274,78	2 966,24	82 938	6 319	240 634	319 010	...	3 727	...	423
10 Ene	1 140,57	10 947,70	261,87	2 776,83	86 985	5 193	313 732	240 235	...	3 461	...	482
<i>Feb</i>	<i>1 074,18</i>	<i>10 333,60</i>	<i>256,81</i>	<i>2 728,47</i>	<i>76 836</i>	<i>9 121</i>	<i>396 603</i>	<i>121 869</i>	...	<i>3 158</i>	...	<i>545</i>
<i>Mar</i>	<i>1 123,08</i>	<i>10 871,30</i>	<i>277,00</i>	<i>2 931,16</i>	<i>65 520</i>	<i>4 485</i>	<i>326 695</i>	<i>211 340</i>	...	<i>3 283</i>	...	<i>528</i>
<i>Abr</i>	<i>1 086,68</i>	<i>10 492,20</i>	<i>269,34</i>	<i>2 816,86</i>	<i>100 108</i>	<i>5 352</i>	<i>406 736</i>	<i>204 246</i>	...	<i>2 088</i>	...	<i>667</i>
<i>May</i>	<i>966,64</i>	<i>9 359,40</i>	<i>249,82</i>	<i>2 610,26</i>	<i>118 350</i>	<i>4 176</i>	<i>442 094</i>	<i>261 511</i>	...	<i>3 036</i>	...	<i>872</i>
<i>Jun</i>	<i>960,79</i>	<i>9 263,40</i>	<i>246,38</i>	<i>2 573,32</i>	<i>80 641</i>	<i>5 013</i>	<i>349 054</i>	<i>253 096</i>	...	<i>3 866</i>	...	<i>642</i>
<i>Jul</i>	<i>1 088,62</i>	<i>10 499,80</i>	<i>261,65</i>	<i>2 742,14</i>	<i>98 411</i>	<i>4 761</i>	<i>383 009</i>	<i>242 812</i>	...	<i>2 610</i>	...	<i>532</i>
<i>Ago</i>	<i>1 052,73</i>	<i>10 187,00</i>	<i>251,15</i>	<i>2 622,95</i>	<i>53 667</i>	<i>4 420</i>	<i>351 521</i>	<i>308 542</i>	...	<i>2 280</i>	...	<i>415</i>
<i>Sep</i>	<i>1 085,03</i>	<i>10 514,50</i>	<i>264,43</i>	<i>2 747,90</i>	<i>63 353</i>	<i>5 259</i>	<i>342 963</i>	<i>342 945</i>	...	<i>3 296</i>	...	<i>450</i>
<i>Oct</i>	<i>1 111,28</i>	<i>10 812,90</i>	<i>274,34</i>	<i>2 844,99</i>	<i>107 818</i>	<i>4 759</i>	<i>381 546</i>	<i>396 506</i>	...	<i>2 359</i>	...	<i>454</i>
<i>Nov</i>	<i>944,91</i>	<i>9 267,20</i>	<i>260,19</i>	<i>2 650,99</i>	<i>114 931</i>	<i>10 151</i>	<i>449 857</i>	<i>500 240</i>	...	<i>4 053</i>	...	<i>570</i>
<i>Dic</i>	<i>1 003,73</i>	<i>9 859,10</i>	<i>274,45</i>	<i>2 792,82</i>	<i>71 638</i>	<i>4 765</i>	<i>453 940</i>	<i>577 528</i>	...	<i>4 412</i>	...	<i>481</i>
11 Ene	1 105,31	10 806,00	286,41	2 953,63	98 865	4 101	532 103	572 367	...	2 992	...	581
<i>Feb</i>	<i>1 111,25</i>	<i>10 850,80</i>	<i>291,83</i>	<i>3 013,09</i>	<i>66 520</i>	<i>3 982</i>	<i>539 541</i>	<i>649 957</i>	...	<i>2 243</i>	...	<i>511</i>
<i>Mar</i>	<i>P 1 079,01</i>	<i>10 576,50</i>	<i>284,36</i>	<i>2 910,91</i>	<i>81 839</i>	<i>5 217</i>	<i>577 751</i>	<i>605 845</i>	...	<i>3 182</i>	...	<i>573</i>

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES

Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



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

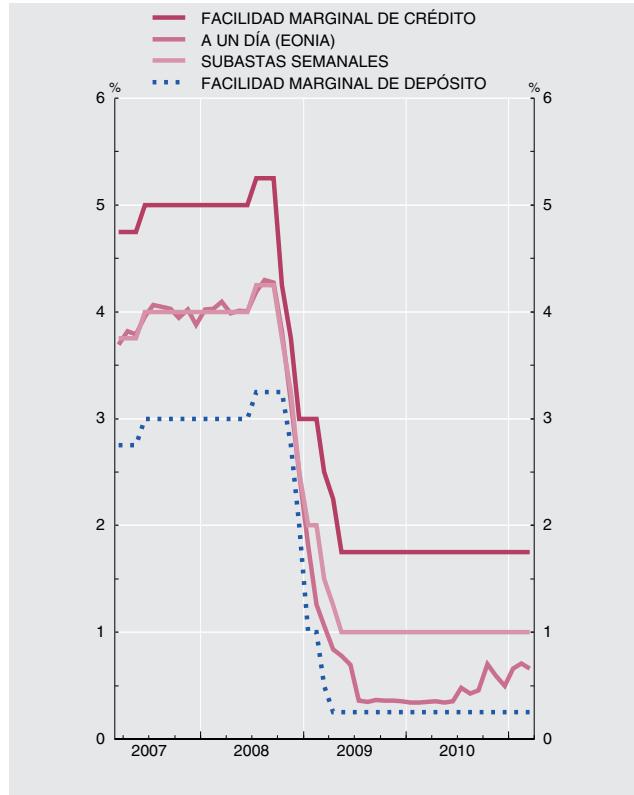
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

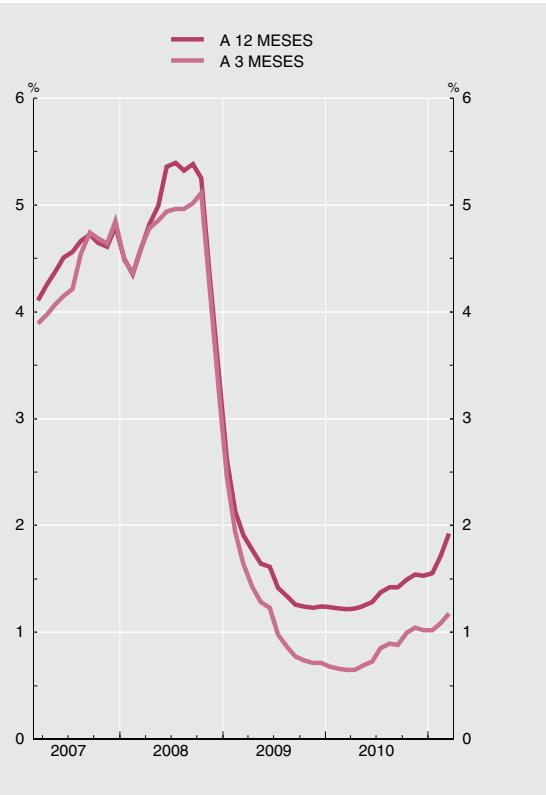
Medias de datos diarios. Porcentajes

Eurosistema: operaciones de regulación monetaria			Mercado interbancario															
Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes	Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)						España									
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública				
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
09	1,00	1,00	1,75	0,25	0,714	0,89	1,22	1,43	1,62	0,67	0,94	1,23	1,41	1,62	0,61	0,63	0,67	0,84
10	1,00	1,00	1,75	0,25	0,437	0,57	0,81	1,08	1,35	0,46	0,71	0,87	1,04	1,36	0,39	0,57	0,74	0,98
11	A	1,00	1,00	1,75	0,25	0,674	0,86	1,09	1,36	1,73	0,67	1,07	1,09	1,36	1,68	0,61	0,90	1,11
09 Dic		1,00	1,00	1,75	0,25	0,355	0,48	0,71	1,00	1,24	0,32	0,50	0,70	0,96	1,24	0,27	0,32	0,40
10 Ene		1,00	1,00	1,75	0,25	0,344	0,44	0,68	0,98	1,23	0,30	0,42	0,67	0,98	1,23	0,26	0,29	0,31
<i>Feb</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,341	0,42	0,66	0,97	1,23	0,31	0,42	0,65	0,94	1,33	0,27	0,31	0,36
<i>Mar</i>		1,00	-	1,75	0,25	0,348	0,41	0,64	0,95	1,22	0,32	0,40	0,61	0,87	1,17	0,26	0,29	0,36
<i>Abr</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,353	0,40	0,64	0,96	1,23	0,32	0,42	0,64	0,84	1,21	0,26	0,27	0,33
<i>May</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,344	0,42	0,69	0,98	1,25	0,38	0,46	0,69	0,97	-	0,30	0,38	0,50
<i>Jun</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,354	0,45	0,73	1,01	1,28	0,55	0,80	1,07	1,00	1,27	0,42	0,72	0,97
<i>Jul</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,481	0,58	0,85	1,10	1,37	0,48	0,77	1,12	1,10	1,39	0,41	0,78	0,99
<i>Ago</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,426	0,64	0,90	1,15	1,42	0,38	0,85	1,00	1,16	1,43	0,33	0,65	0,87
<i>Sep</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,454	0,62	0,88	1,14	1,42	0,44	0,87	0,93	1,14	1,41	0,37	0,55	0,82
<i>Oct</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,701	0,78	1,00	1,22	1,50	0,69	1,01	0,95	1,20	1,48	0,64	0,78	1,11
<i>Nov</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,593	0,83	1,04	1,27	1,54	0,60	1,08	1,03	-	1,54	0,56	0,79	0,90
<i>Dic</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,498	0,81	1,02	1,25	1,53	0,67	1,04	1,08	1,25	1,52	0,57	1,00	1,31
11 Ene		1,00	1,00	1,75	0,25	0,659	0,79	1,02	1,25	1,55	0,64	0,99	1,03	1,28	-	0,58	0,95	1,16
<i>Feb</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,707	0,89	1,09	1,35	1,71	0,70	1,11	1,08	1,34	1,68	0,65	0,90	1,07
<i>Mar</i>		1,00	1,00	1,75	0,25	0,659	0,90	1,18	1,48	1,92	0,66	1,12	1,17	1,47	-	0,59	0,86	1,10

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

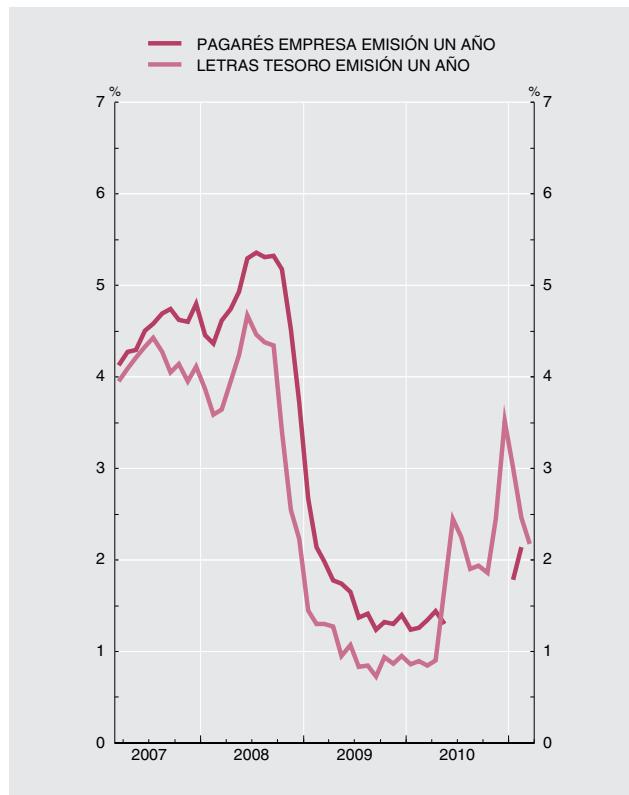
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

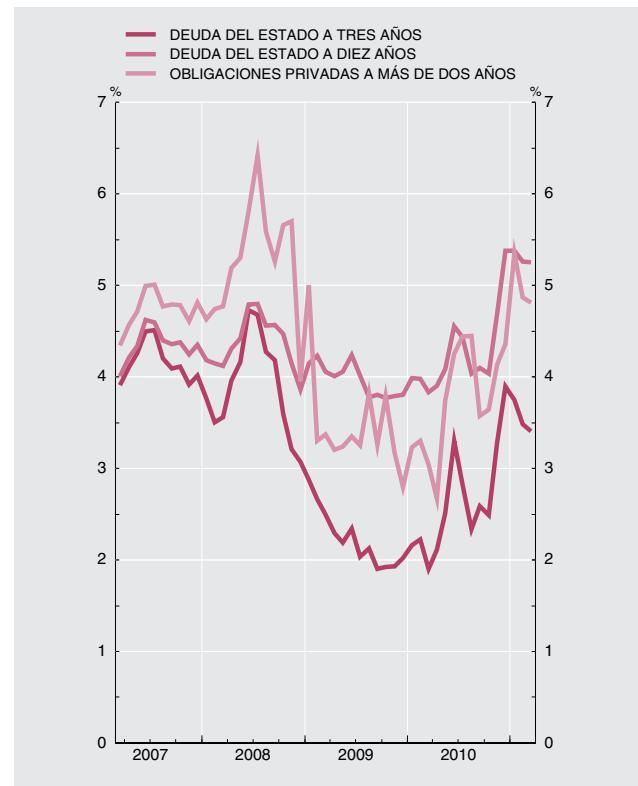
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado									
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal				Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta					
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
09		1,04	0,99	1,67	1,67	2,30	2,98	3,99	4,45	4,86	2,23	3,97	3,46	
10		1,80	1,70	1,32	1,62	2,79	3,20	4,46	5,04	5,11	2,64	4,25	3,74	
11	A	2,55	2,38	1,95	2,91	3,51	4,37	5,20	6,01	5,93	3,55	5,30	5,01	
09 Dic		0,95	0,88	1,40	1,19	2,15	-	3,90	-	-	2,02	3,80	2,80	
10 Ene		0,86	0,81	1,24	1,15	-	2,86	4,10	-	4,86	2,16	3,99	3,23	
Feb		0,90	0,83	1,26	1,17	2,66	-	-	-	4,81	2,23	3,98	3,30	
Mar		0,85	0,74	1,34	1,17	-	2,84	3,86	-	4,77	1,90	3,83	3,04	
Abr		0,90	1,08	1,44	1,18	2,03	-	-	4,45	-	2,11	3,90	2,67	
May		1,70	1,58	1,30	1,24	-	-	4,08	-	-	2,51	4,08	3,74	
Jun		2,45	2,27	-	1,32	3,39	-	4,91	-	5,94	3,30	4,56	4,25	
Jul		2,25	2,10	-	1,92	-	3,73	-	5,15	-	2,82	4,43	4,44	
Ago		1,90	1,73	-	1,89	2,31	-	-	-	-	2,34	4,04	4,45	
Sep		1,94	1,79	-	2,05	-	3,00	4,17	-	5,08	2,59	4,09	3,57	
Oct		1,86	1,83	-	2,32	2,55	-	-	4,55	4,79	2,49	4,04	3,64	
Nov		2,45	2,30	-	1,93	-	3,60	4,63	-	5,50	3,28	4,69	4,13	
Dic		3,52	3,26	-	2,11	3,80	-	5,49	5,99	-	3,90	5,37	4,36	
11 Ene		3,01	2,77	1,78	2,99	-	4,59	-	-	-	3,75	5,38	5,35	
Feb		2,46	2,22	2,14	2,86	3,30	4,08	5,22	-	5,98	3,49	5,26	4,87	
Mar		2,18	2,14	-	2,88	3,61	4,41	5,18	6,01	5,89	3,41	5,25	4,81	

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



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

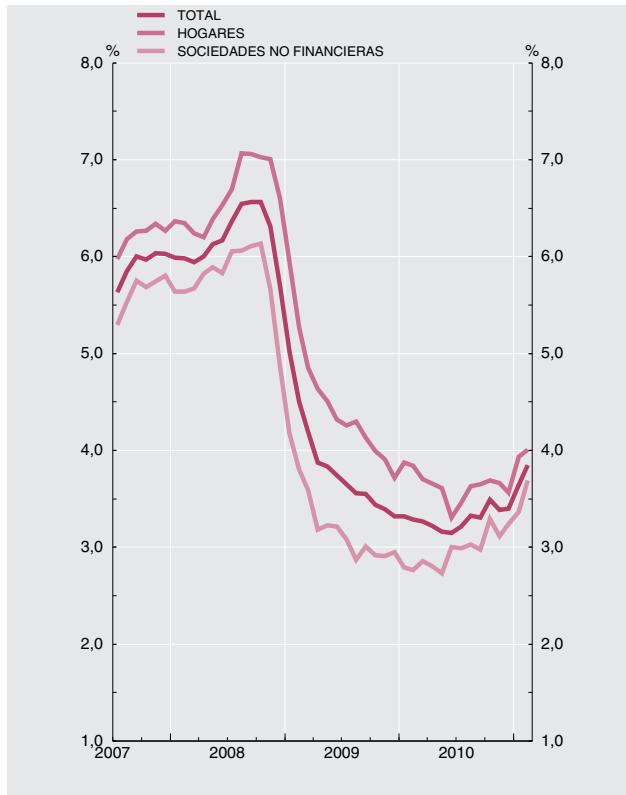
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)
NEED/SDDS (a)**

■ Serie representada gráficamente.

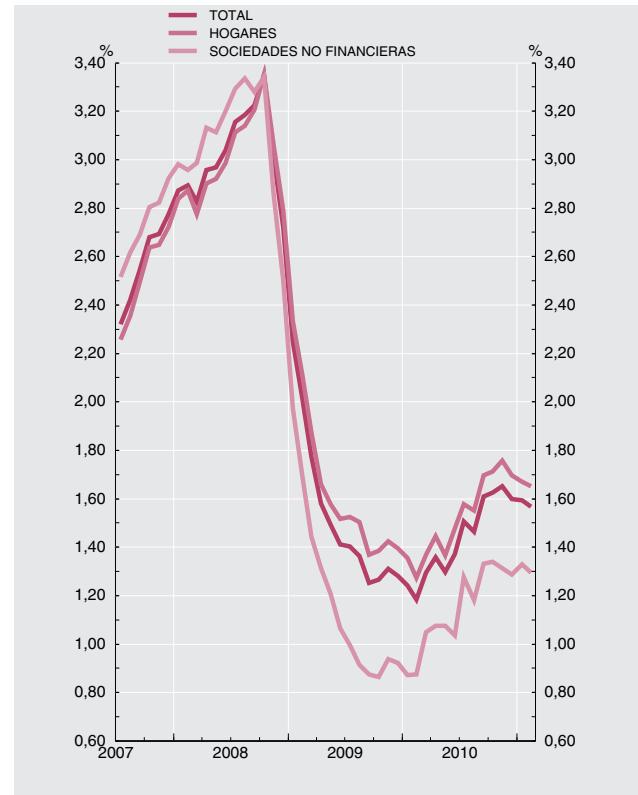
Porcentajes

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			
09	3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41		
10	3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79		
11	A	3,84	4,00	3,01	7,08	3,69	4,81	3,10	1,57	1,65	0,29	2,61	1,29	1,29	0,57	2,10	0,71	
09	Jul	3,65	4,26	3,07	7,72	3,08	4,56	2,48	1,40	1,52	0,41	2,37	0,35	1,00	0,62	1,50	0,33	
	Ago	3,56	4,30	2,99	8,16	2,87	4,44	2,26	1,36	1,50	0,42	2,31	0,35	0,91	0,64	1,31	0,28	
	Sep	3,55	4,13	2,82	8,01	3,01	4,60	2,27	1,25	1,37	0,37	2,13	0,37	0,88	0,54	1,34	0,32	
	Oct	3,44	3,99	2,78	7,59	2,91	4,50	2,21	1,26	1,39	0,35	2,19	0,34	0,86	0,54	1,30	0,28	
	Nov	3,39	3,91	2,70	7,40	2,91	4,39	2,26	1,31	1,42	0,40	2,22	0,33	0,94	0,58	1,42	0,35	
	Dic	3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41	
10	Ene	3,32	3,87	2,60	7,68	2,79	4,36	2,08	1,24	1,35	0,31	2,18	0,29	0,87	0,53	1,34	0,27	
	Feb	3,29	3,84	2,67	7,37	2,76	4,29	2,06	1,18	1,27	0,31	2,04	0,30	0,88	0,54	1,33	0,31	
	Mar	3,27	3,70	2,60	7,04	2,86	4,21	2,27	1,30	1,37	0,31	2,19	0,33	1,05	0,57	1,68	0,25	
	Abr	3,22	3,66	2,55	7,00	2,80	4,22	2,11	1,36	1,45	0,29	2,34	0,32	1,08	0,59	1,70	0,34	
	May	3,16	3,61	2,50	6,98	2,73	4,33	2,07	1,30	1,37	0,27	2,21	0,39	1,08	0,57	1,74	0,40	
	Jun	3,15	3,31	2,39	5,99	3,00	4,08	2,51	1,37	1,48	0,28	2,43	0,57	1,04	0,53	1,71	0,48	
	Jul	3,22	3,45	2,53	6,25	2,99	4,19	2,48	1,51	1,58	0,29	2,57	0,62	1,28	0,58	2,12	0,54	
	Ago	3,32	3,63	2,60	6,73	3,03	4,23	2,46	1,46	1,55	0,30	2,50	0,43	1,18	0,55	1,97	0,43	
	Sep	3,31	3,65	2,66	6,69	2,98	4,22	2,35	1,61	1,70	0,30	2,73	0,42	1,33	0,54	2,27	0,45	
	Oct	3,49	3,69	2,70	6,70	3,29	4,37	2,66	1,63	1,71	0,29	2,75	0,68	1,34	0,56	2,19	0,69	
	Nov	3,38	3,66	2,72	6,47	3,11	4,41	2,47	1,65	1,76	0,29	2,82	0,65	1,31	0,58	2,14	0,62	
	Dic	3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79	
11	Ene	3,64	3,93	2,92	7,04	3,36	4,58	2,79	1,59	1,67	0,29	2,66	1,18	1,33	0,58	2,14	0,77	
	Feb	P	3,84	4,00	3,01	7,08	3,69	4,81	3,10	1,57	1,65	0,29	2,61	1,29	1,29	0,57	2,10	0,71

**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 (NEED).

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 FRENTA A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

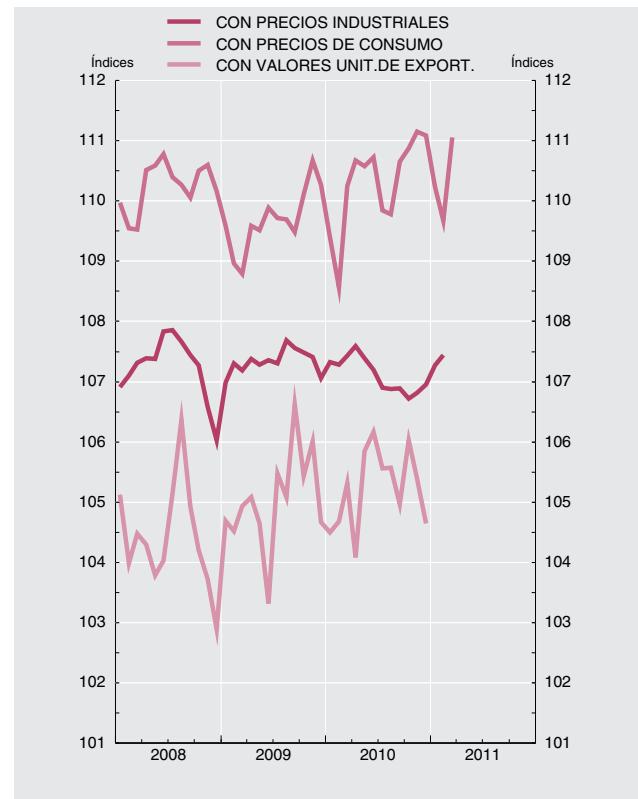
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)										Frente a la zona del euro (a)					
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales totales	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de las exportaciones	Con costes laborales totales	Con costes laborales unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
08	107,9	110,6	113,9	103,2	101,1	106,7	109,4	112,7	102,1	107,2	110,2	114,7	123,0	104,4		
09	108,5	111,7	112,4	103,9	102,9	105,4	108,5	109,2	100,9	107,3	109,7	111,3	114,8	105,0		
10	107,8	111,2	110,1	103,3	102,1	105,5	108,8	107,8	101,2	107,1	110,3	109,9	116,8	105,2		
09 /	108,9	111,7	112,8	103,9	103,4	105,4	108,1	109,1	100,6	107,2	109,1	110,9	112,0	104,7		
//	108,3	111,7	112,4	103,2	102,9	105,3	108,5	109,2	100,3	107,3	109,7	111,2	114,3	104,3		
///	108,2	111,1	111,9	104,4	102,6	105,5	108,3	109,1	101,8	107,5	109,6	111,3	116,0	105,7		
/V	108,4	112,2	112,6	104,0	102,9	105,3	109,0	109,4	101,1	107,3	110,3	111,6	116,9	105,4		
10 /	108,5	110,8	110,9	103,1	102,6	105,8	108,0	108,2	100,5	107,4	109,4	110,4	114,4	104,8		
//	108,0	111,5	111,1	103,3	102,1	105,8	109,2	108,8	101,3	107,4	110,7	110,9	116,7	105,4		
///	107,3	110,6	109,5	103,4	101,8	105,3	108,6	107,5	101,6	106,9	110,1	109,6	117,8	105,4		
/V	107,4	111,8	109,0	103,5	102,1	105,2	109,5	106,8	101,5	106,8	111,0	108,8	118,4	105,4		
10 Jun	107,6	111,3	111,1	104,1	101,9	105,6	109,3	108,8	102,3	107,2	110,7	110,9	116,7	106,2		
Jul	107,3	110,5	...	103,7	102,0	105,3	108,4	...	101,7	106,9	109,8	...	...	105,6		
Ago	107,1	110,2	...	103,5	101,7	105,3	108,3	...	101,8	106,9	109,8	...	...	105,6		
Sep	107,3	111,2	109,5	103,1	101,9	105,3	109,1	107,5	101,2	106,9	110,7	109,6	117,8	105,0		
Oct	107,5	111,8	...	104,4	102,3	105,1	109,4	...	102,2	106,7	110,9	...	...	106,0		
Nov	107,3	111,8	...	103,5	102,0	105,2	109,6	...	101,5	106,8	111,1	...	...	105,4		
Dic	107,4	111,6	109,0	102,7	101,9	105,3	109,5	106,8	100,8	106,9	111,1	108,8	118,4	104,6		
11 Ene	107,6	110,5	...	...	101,8	105,7	108,5	...	...	107,3	110,2	...	...	...
Feb	107,7	109,9	...	...	101,8	105,8	108,0	...	...	107,4	109,7	...	...	...
Mar	...	111,7	...	...	102,0	...	109,5	...	...	...	111,1	...	...	...

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



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

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

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

9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA 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)				Componen- te 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 manufac- turas(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufac- turas(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		
08	112,3	115,2	130,4	105,6	103,3	108,7	111,6	126,3	102,3	113,2	116,6	104,5	108,4	111,6		
09	111,2	114,8	122,9	105,4	103,6	107,4	110,9	118,6	101,9	111,8	115,7	104,5	107,0	110,7		
10	109,7	113,5	121,6	104,2	101,9	107,7	111,4	119,3	102,3	109,1	113,3	102,0	107,0	111,1		
09 /	111,0	114,0	119,5	104,8	103,2	107,5	110,4	115,8	101,6	111,2	114,4	103,8	107,1	110,2		
II	111,0	114,7	123,0	104,6	103,4	107,4	110,9	118,9	101,2	111,4	115,4	104,2	107,0	110,8		
III	111,4	114,7	123,9	106,3	103,6	107,5	110,7	119,6	102,7	112,2	115,8	104,8	107,1	110,5		
IV	111,6	115,9	125,0	106,0	104,0	107,3	111,5	120,1	102,0	112,3	117,1	105,3	106,7	111,2		
10 /	111,0	113,8	120,5	104,4	103,0	107,7	110,5	117,0	101,5	110,8	114,1	103,6	107,0	110,2		
II	109,7	113,7	121,1	103,9	101,7	107,9	111,8	119,2	102,3	108,8	113,2	101,4	107,2	111,5		
III	108,9	112,5	121,6	104,1	101,2	107,6	111,2	120,2	102,9	108,1	112,1	101,1	106,9	110,8		
IV	109,4	114,1	123,1	104,4	101,8	107,5	112,2	120,9	102,7	108,9	113,9	101,9	106,8	111,7		
10 Jun	108,8	112,9	121,1	104,3	100,9	107,8	111,9	119,2	103,5	107,5	112,0	100,4	107,1	111,6		
Jul	108,9	112,3	...	104,3	101,2	107,6	111,0	...	103,1	108,0	111,9	101,1	106,8	110,6		
Ago	108,7	112,1	...	104,2	101,1	107,6	110,9	...	103,1	107,9	111,7	101,0	106,8	110,5		
Sep	109,0	113,1	121,6	103,7	101,2	107,7	111,8	120,2	102,5	108,2	112,7	101,2	106,9	111,4		
Oct	109,7	114,5	...	105,6	102,2	107,4	112,0	...	103,4	109,4	114,4	102,6	106,6	111,6		
Nov	109,4	114,3	...	104,4	101,8	107,5	112,3	...	102,6	108,9	114,1	102,0	106,8	111,8		
Dic	109,0	113,7	123,1	103,4	101,3	107,7	112,2	120,9	102,2	108,3	113,2	101,2	107,0	111,8		
11 Ene	109,4	112,6	...	...	101,3	108,1	111,2	...	...	108,8	112,1	101,2	107,4	110,7		
Feb	109,9	112,3	...	...	101,5	108,3	110,7	...	...	109,4	112,0	101,6	107,7	110,2		
Mar	...	114,4	...	...	101,9	...	112,3	...	...	114,5	102,3	...	111,9			

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

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

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

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

ABR 2011	Informe trimestral de la economía española 11 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2011 75 El comportamiento de la tasa de actividad durante la última fase recesiva 87 Las primas de los CDS soberanos durante la crisis y su interpretación como medida de riesgo 99 Determinantes y perspectivas de la tasa de ahorro en Estados Unidos 109 Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2011 123 Regulación financiera: primer trimestre de 2011 157
MAR 2011	Evolución reciente de la economía española 11 Informe de proyecciones de la economía española 29 Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2010 y avance de cierre del ejercicio 45 La acumulación de existencias en el área del euro durante la Gran Recesión 61 La evolución y la estructura de los recursos propios de las entidades de depósito españolas entre 1999 y 2009 73
FEB 2011	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro en 2010, según la Encuesta de Población Activa 31 El ajuste de los salarios frente a las perturbaciones en España 43 El ajuste de las plantillas de las empresas españolas: el papel de los despidos por causas objetivas 57 El crédito comercial en España: importancia relativa y evolución reciente 67 El comportamiento de los flujos brutos de capital internacional y su respuesta en los períodos de crisis 79
ENE 2011	Informe trimestral de la economía española 11 La evolución reciente de la inflación española y perspectivas a corto plazo 79 El ajuste del consumo duradero y no duradero en España durante la crisis económica 89 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2011 103 La reforma de la gobernanza económica en la UEM 117 Metas de inflación, intervenciones y volatilidad del tipo de cambio en economías emergentes 135 Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010 151
DIC 2010	Evolución reciente de la economía española 11 Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: métodos, resultados y cambios desde 2005 29 La situación actual del ajuste de la inversión residencial en España 65 La renta disponible de los hogares de la UEM 81 Tenencias de activos líquidos, tamaño empresarial y acceso a financiación externa. Un análisis para el área del euro 93 El repositionamiento de las grandes economías emergentes en la economía mundial 101
NOV 2010	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en 2009 y hasta el tercer trimestre de 2010 31 La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa 51 Las características de las empresas españolas exportadoras de servicios no turísticos 61 La incidencia del desempleo en los hogares 73 La ampliación de los diferenciales soberanos en la zona del euro durante la crisis 81 Una reflexión sobre la situación de las finanzas públicas en Japón 93
OCT 2010	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11 Informe trimestral de la economía española 21 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2010 89 La evolución de los beneficios y la rentabilidad empresarial durante la crisis económica 103 La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2010 115 Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2010 127 Regulación financiera: tercer trimestre de 2010 159
SEP 2010	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2010 31 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa 47 Un indicador de la dependencia exterior y diversificación energéticas: una aplicación para España 57

	El apoyo público al sector financiero en la zona del euro durante la crisis	69
	El posible papel de una utilización asimétrica de las facilidades permanentes en la gestión de la liquidez	83
	La cooperación técnica internacional y su desarrollo en el Banco de España	93
JUL-AGO 2010	Informe trimestral de la economía española	11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2010	81
	La innovación en España: el papel de la difusión tecnológica y la capacidad de absorción de las empresas	95
	El contenido informativo de las encuestas de opinión en períodos de crisis económica	109
	La evolución en España de los programas públicos de apoyo financiero al sector privado durante la crisis	125
	La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010	133
	Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2009	147
	Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2009	165
	Regulación financiera: segundo trimestre de 2010	177
JUN 2010	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11
	Evolución reciente de la economía española	21
	Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2010	39
	La evolución cíclica de la inversión residencial: algunos hechos estilizados	55
	Evolución reciente de la financiación a sociedades no financieras en España	65
	Los efectos de la estabilidad laboral sobre el ahorro y la riqueza de los hogares españoles	79
	El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis	87
	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2009	105
MAY 2010	Evolución reciente de la economía española	11
	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa	29
	Comportamiento cíclico de las entradas y salidas de inmigrantes	39
	El endeudamiento de las sociedades no financieras españolas. Evolución temporal y comparación con el área del euro	49
	El empleo de la UEM en 2009	65
	La crisis financiera global en América Latina y Europa del Este. Un análisis comparado	77
ABR 2010	Informe trimestral de la economía española	11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2010	73
	Las reformas microeconómicas en el área del euro	85
	El comercio exterior de servicios no turísticos en España	103
	Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2010	115
	Regulación financiera: primer trimestre de 2010	145
MAR 2010	Evolución reciente de la economía española	11
	Informe de proyecciones de la economía española	29
	Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2009 y avance de cierre del ejercicio	45
	Fluctuaciones del empleo en un mercado de trabajo con contratación dual	61
	Los instrumentos de ahorro-previsión en España: desarrollos recientes	71
	La financiación del comercio y la evolución del comercio internacional durante la crisis	83
FEB 2010	Evolución reciente de la economía española	11
	La evolución del empleo y del paro en 2009, según la Encuesta de Población Activa	31
	Evolución reciente de la población en España y proyecciones a corto y largo plazo	45
	Evolución reciente de las comisiones por servicios bancarios	55
	Un modelo sencillo para analizar las causas y consecuencias de las variaciones en el precio del petróleo	65

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

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

NO PERIÓDICOS

- Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).
54 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. I: Banco de San Carlos (2009).
55 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540-1740) (2009).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1106 FRANCISCO DE CASTRO, JAVIER J. PÉREZ Y MARTA RODRÍGUEZ VIVES: Fiscal data revisions in Europe.
1107 ÁNGEL GAVILÁN, PABLO HERNÁNDEZ DE COS, JUAN F. JIMENO Y JUAN A. ROJAS: Fiscal policy, structural reforms and external imbalances: a quantitative evaluation for Spain.
1108 EVA ORTEGA, MARGARITA RUBIO Y CARLOS THOMAS: House purchase versus rental in Spain.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
1002 SONSOLES GALLEGOS, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTÍN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.
1101 LUIS ORGAZ, LUIS MOLINA Y CARMEN CARRASCO: El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales. Los países BRIC.

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

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

EDICIONES VARIAS¹

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (**).
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.^a ed. (2006) (****).
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21st century (2006). Ejemplar gratuito.
JUAN F. JIMENO (Ed.): Spain and the euro. The first ten years (2010). Ejemplar gratuito.
TERESA TORTELLA: El Banco de España desde dentro. Una historia a través de sus documentos. Edición en tapa dura: 30 €; edición en rústica: 24 €.

Difusión estadística

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

Legislación financiera y registros oficiales

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

Formación

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

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

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

BANCO DE ESPAÑA Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---