

BOLETÍN ECONÓMICO

01/2011

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosisistema







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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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

## ÍNDICE

### **Informe trimestral de la economía española**

1 Rasgos básicos 13

2 Entorno exterior del área del euro 21

3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 29

4 La economía española 45

5 Evolución financiera 64

**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**

Indicadores económicos 1\*

Artículos y publicaciones del Banco de España 67\*

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

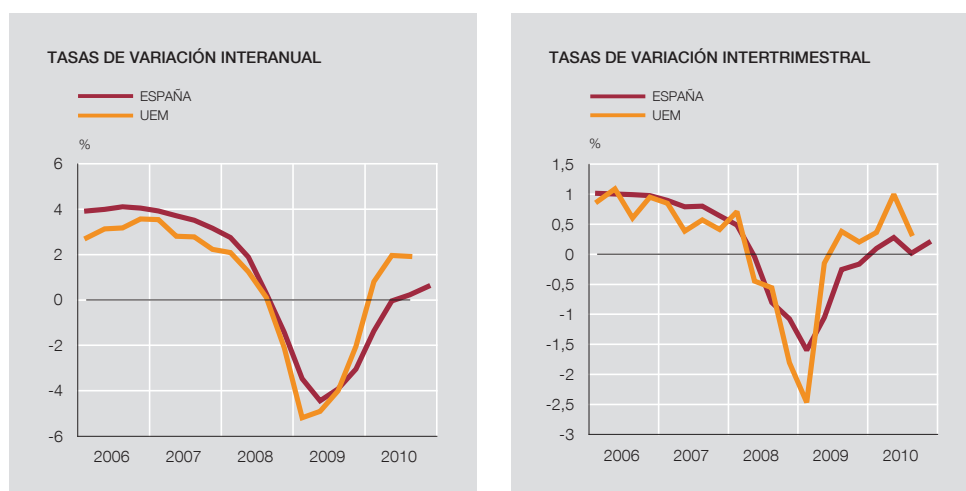
A lo largo de 2010, la economía española inició una senda de suave recuperación, sometida a algunas oscilaciones como consecuencia del efecto que algunas medidas de naturaleza transitoria tuvieron sobre el perfil del gasto interno. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible señalan que en el último trimestre habría continuado la recuperación, con un aumento intertrimestral del PIB del 0,2 %, que supone un aumento del 0,6 % en su tasa interanual (gráfico 1). Por el lado del gasto, la demanda nacional retrocedió levemente (un 0,7 % en tasa interanual), mientras que la aportación de la demanda exterior neta al PIB se incrementó en tres décimas, hasta situarse en 1,3 puntos porcentuales (pp).

A pesar de este perfil de mejora gradual, el PIB descendió un 0,1 % en el conjunto de 2010, por el efecto del significativo retroceso del producto en 2009 (3,7 %). Con todo, el débil avance de la actividad a lo largo del año pasado contrasta con registros más elevados en otros países de la zona del euro, lo que pone de manifiesto el mayor alcance de la crisis en nuestro país y el impacto que el necesario proceso de ajuste está teniendo sobre las tasas de crecimiento a corto plazo. La caída de la producción en 2010 fue consecuencia del descenso de la demanda nacional (-1,2 %), aunque esta fue muy inferior a la que se observó en 2009 (-6 %), por el comportamiento más favorable tanto del consumo de los hogares como de la inversión empresarial, que registraron tasas positivas de crecimiento en el promedio del ejercicio. En cambio, los componentes públicos de la demanda interna retrocedieron como consecuencia de las medidas de consolidación presupuestaria, mientras que la inversión residencial suavizó su tasa de descenso. Por su parte, la demanda exterior neta mitigó el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, por tercer año consecutivo, con una contribución positiva de 1 pp, inferior a la del año precedente (de 2,7 pp), apoyada en la fortaleza de las exportaciones.

Por el lado de la oferta, las actividades de servicios mostraron un tono más sostenido, a lo que se sumó el leve repunte de las manufacturas en los meses finales, mientras que el valor añadido de la construcción intensificó su contracción, por el comportamiento más desfavorable del segmento de construcción no residencial. En conjunto, el tímido avance de la producción no fue suficiente para generar empleo neto, que continuó contrayéndose por décimo trimestre consecutivo, con un retroceso del 2,3 %, lastrado por la desfavorable evolución de esta última rama productiva, pero también por las dificultades para generar puestos de trabajo del resto de actividades. La oferta laboral experimentó cierto repunte a lo largo de 2010, lo que también contribuyó al incremento de la tasa de paro, hasta el 20,3 % en el cuarto trimestre, según la EPA. En este entorno de debilidad del mercado de trabajo, el incremento de los costes laborales se ajustó a la baja en 2010, de acuerdo con una pauta de moderación que se intensificó en el segundo semestre, tras el recorte en los salarios públicos. Por último, la inflación se aceleró a lo largo del ejercicio, hasta alcanzar en diciembre una tasa de variación del 3 %, que sitúa el avance promedio del IPC en el 1,8 % (frente a un descenso del 0,3 % en 2009) (gráfico 3). Ello se debió al encarecimiento de los precios del petróleo en el tramo final del año y al efecto de las subidas impositivas que se enmarcan dentro del conjunto de medidas de consolidación fiscal adoptadas. En estas circunstancias, el incremento del IPSEBENE fue algo menor, del 1,6 % en la tasa interanual de diciembre, mientras que el diferencial de inflación con la UEM se amplió hasta situarse en 0,7 pp en ese mismo mes. Por su parte, según el indicador adelantado del IPC, el incremento de los precios de consumo se habría situado en el 3,3 % en enero.

En el panorama económico internacional, las tensiones en los mercados de deuda pública europeos se agravaron durante los últimos meses de 2010 y las primeras semanas de 2011.





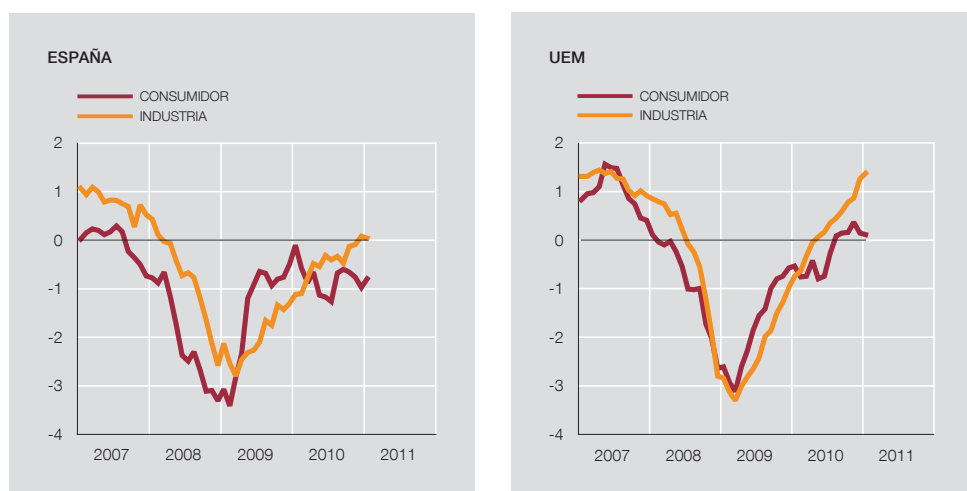
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

El epicentro de este episodio se localizó en Irlanda, ante la creciente preocupación sobre las implicaciones para las finanzas públicas irlandesas de la situación de extrema debilidad de su sistema financiero. Pero sus efectos se propagaron rápidamente hacia otros países de la zona del euro e interfirieron en el comportamiento de los mercados financieros del área, donde se observó una ampliación de los diferenciales soberanos, una elevada volatilidad en los mercados de valores y una nueva depreciación del tipo de cambio del euro, que se ha revertido parcialmente en las últimas semanas. La concesión, a finales de noviembre, por las autoridades europeas, en conjunción con el FMI, de la asistencia financiera solicitada por el Gobierno irlandés (véase recuadro 2) no logró disipar la incertidumbre, de manera que las tensiones han continuado, si bien en las últimas semanas se ha producido un cierto alivio. La repercusión de estas tensiones sobre los mercados financieros del resto del mundo fue, sin embargo, limitada, en contraste con el episodio de la primavera pasada.

Por otra parte, la trayectoria ascendente en los precios de las materias primas se intensificó en el último tramo de 2010 y en las primeras semanas de 2011, de modo que el precio del petróleo alcanzaba a finales de enero el máximo de los dos últimos años (100 dólares por barril), al igual que ocurría con los precios de los metales y de los alimentos. En estas circunstancias, en el transcurso de los últimos trimestres se han producido un incremento relativamente generalizado de la inflación a escala mundial y un deterioro de las perspectivas sobre la evolución futura de los precios en aquellos países que se encuentran en un momento cíclico más avanzado.

La actividad económica mundial siguió su recuperación, liderada por la fortaleza de los países emergentes. Aunque también mejoró la situación económica de los países desarrollados, persisten dudas sobre la fortaleza a medio plazo de la recuperación en numerosas economías. Por su parte, en la zona del euro la reactivación prosiguió a un ritmo moderado y desigual, tanto por componentes —pues continuó basada en las exportaciones— como por países —donde destaca el empuje de la economía alemana frente a la atonía de los países más afectados por la crisis de la deuda soberana—. La inflación repuntó significativamente en la parte final de 2010, hasta alcanzar una tasa interanual del 2,2% en diciembre, fruto del ascenso de los precios de los alimentos y de la energía, por lo que el IPSEBENE se mantuvo estable, en tasas próximas al 1%. Cabe prever que los elementos de carácter transitorio que comporta el repunte de la inflación en



FUENTE: Comisión Europea.

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

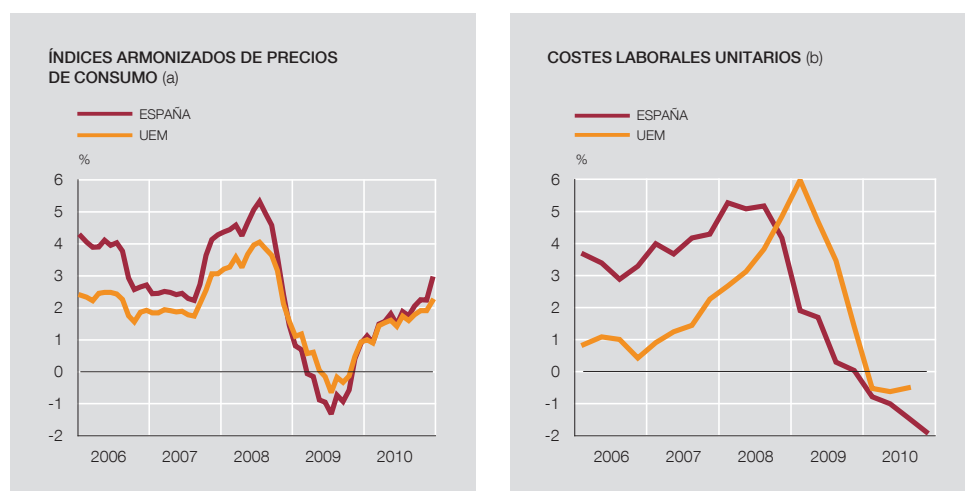
los últimos meses no se traduzcan en presiones inflacionistas subyacentes, dadas la elevada holgura que todavía existe en la economía y la moderación de los incrementos salariales.

La ausencia de tensiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política económica propició que el BCE mantuviera el tono acomodaticio de su política monetaria: los tipos de interés oficiales siguieron en niveles reducidos y las medidas no convencionales de apoyo al crédito continuaron operativas. Por otra parte, el aumento de las tensiones en los mercados de deuda hizo que se intensificaran las compras de deuda pública en los mercados secundarios, a través del Programa para el Mercado de Valores.

Por lo que respecta a la mejora de la gobernanza, el Consejo Europeo del 16 y 17 de diciembre acordó los principios generales del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad, el instrumento de carácter permanente para la gestión de crisis que entrará en vigor a partir de 2013. Su funcionamiento será similar a la actual Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, a la que sustituirá, y su objetivo final será salvaguardar la estabilidad financiera del área del euro, concediendo asistencia a los países del área que tengan dificultades para financiarse en el mercado, sujeto a una condicionalidad estricta, tal y como quedó establecido en la reforma del artículo 136 del Tratado aprobada en ese mismo Consejo (véase el artículo sobre la reforma de la gobernanza que se incluye en este *Boletín Económico*).

En España, la inestabilidad financiera se manifestó en acusadas caídas de las cotizaciones bursátiles en el último trimestre de 2010 (que elevaron las pérdidas del IBEX 35 en el conjunto de 2010 hasta el 17,4%), en repuntes en las primas de riesgo de la deuda pública (que elevaron el diferencial con la deuda pública alemana hasta los 250 pb en algunos momentos) y en incrementos en las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado, especialmente de las empresas financieras. En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda atenuó su ritmo de descenso, registrando una caída en su tasa interanual del 3,5% en el cuarto trimestre de 2010 (-6,3% un año antes). Ello sitúa la corrección acumulada, desde el máximo alcanzado en marzo de 2008, en el 13% en términos nominales.

En las últimas semanas han remitido parcialmente algunas de estas tensiones, observándose una revalorización del IBEX 35 y una reducción del diferencial de deuda pública, hasta un nivel



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

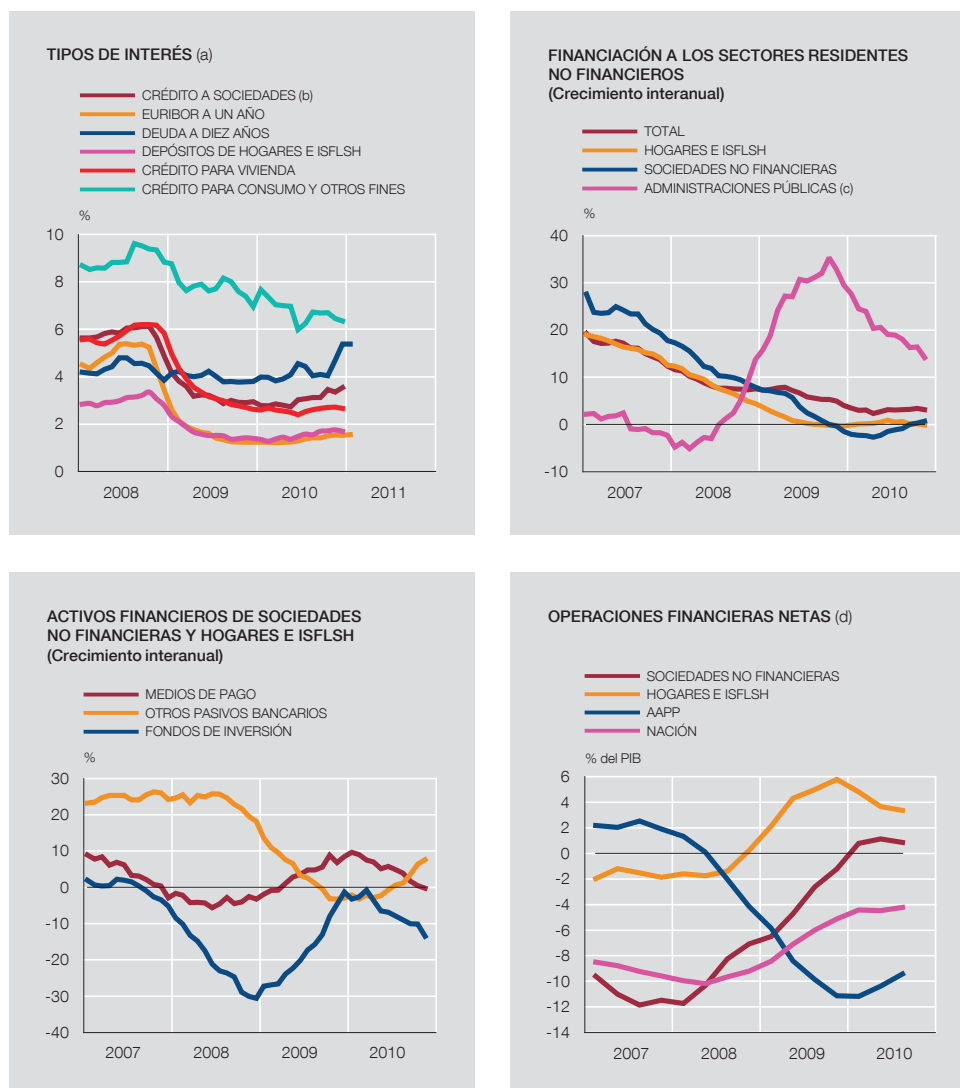
a. Tasas de variación interanual.

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

que llegó a situarse algo por debajo de 200 puntos básicos (pb), pero la incertidumbre y la volatilidad continúan siendo elevadas, lo que mantiene las primas de riesgo en valores muy altos. La prolongación de esta situación podría terminar afectando al coste y al acceso al crédito del sector privado.

En estas circunstancias, y una vez superados los efectos contractivos que incidieron sobre el consumo en el trimestre precedente (finalización del período de vigencia del plan de ayuda directa a la adquisición de automóviles e incremento de la imposición indirecta), los planes de gasto de las familias retomaron la trayectoria de suave recuperación que habían iniciado en la primera mitad del año. Se estima que el consumo se incrementó en 2010 a una tasa del 1,2 %, cifra que contrasta favorablemente con el pronunciado descenso que había mostrado en 2009 (-4,2 %). Su reactivación se produjo en un entorno de disminución de la renta disponible de las familias, como consecuencia de la aportación cada vez más reducida de los componentes de renta que la habían soportado durante la fase más aguda de la recesión (el proveniente de la actuación de las AAPP y el descenso en la carga de intereses) y de pérdida de poder adquisitivo por el aumento de la inflación. Por su parte, la riqueza también disminuyó, si bien con menor intensidad que en 2009, tanto en su componente financiero como en el inmobiliario. Con este trasfondo, la tasa de ahorro de los hogares cayó con intensidad a lo largo del ejercicio, hasta situarse en el 14,4 % de la renta disponible en el tercer trimestre, 3,6 pp por debajo del nivel máximo (18 %) alcanzado a finales de 2009.

La inversión residencial, por su parte, experimentó en los meses finales de 2010 una nueva disminución, aunque, como viene siendo habitual en el último año, de menor cuantía que en trimestres precedentes. Se estima una tasa de descenso de la inversión residencial en 2010 próxima al 18 %, lo que situaría el recorte acumulado de la inversión residencial respecto a su nivel máximo, que se alcanzó en 2007, en un 45 %; y su peso en el PIB, en el 4 %, por debajo del mínimo registrado en el ciclo inmobiliario anterior. Esta información resulta compatible con una cierta estabilización del stock de viviendas sin vender a lo largo de 2010, después de un largo período de acumulación de inventarios, que configura un panorama algo más alentador para la reactivación de la inversión residencial.



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.

En este entorno de debilidad del gasto y de tensiones en las condiciones financieras, la deuda de los hogares tendió a desacelerarse en los últimos meses, de modo que su ritmo de variación interanual se situó en registros levemente negativos en noviembre (-0,1 %, frente a 0,3 % de septiembre) (gráfico 4). Esta evolución, junto con la evolución esperada para la renta en los meses finales de 2010, apunta a la estabilización de la ratio de endeudamiento en el cuarto trimestre, en niveles similares a los de los dos últimos años. Según la información de las cuentas no financieras correspondientes al tercer trimestre, el sector de hogares habría registrado una capacidad de financiación equivalente al 4,8 % del PIB en tasa acumulada de cuatro trimestres, confirmando la trayectoria suavemente descendente que viene mostrando desde el último trimestre de 2009.

La puesta en marcha de proyectos de inversión por parte de las empresas experimentó también una recuperación en los meses finales del ejercicio, localizada, sobre todo, en el componente de bienes de equipo, que se vio impulsada por la fortaleza de la demanda exterior y por la mejora de la situación patrimonial de las empresas a lo largo del año. Se estima una tasa de variación interanual de la inversión en equipo del 2,4 % en el cuarto trimestre, que situaría su crecimiento medio en 2010 en el entorno del 2 % (frente a un descenso de casi el 25 % en 2009). Por el contrario, el componente de inversión en otras construcciones se contrajo debido a la intensificación del proceso de consolidación fiscal en el ámbito de la obra pública, lo que naturalmente repercute sobre aquellos proyectos en los que participa la iniciativa privada.

En conjunto, el sector de sociedades no financieras aceleró el recurso al endeudamiento en el tramo final del año, aunque dentro de registros muy moderados, con una tasa de variación interanual del 0,7 % en noviembre. Con información hasta el tercer trimestre, las ramas no vinculadas al mercado inmobiliario mostraron un mayor dinamismo, lo que se extendió a las compañías de menor dimensión, cuyo acceso a la financiación ajena se había endurecido considerablemente durante la parte más aguda de la crisis. Tanto la ratio de endeudamiento como, en mayor medida, la de la carga financiera habrían descendido durante el cuarto trimestre. Esta cierta mejoría de la posición financiera de las sociedades se refleja también en la evolución de sus necesidades de financiación, que en el último tramo del ejercicio cambiaron de signo, generando una capacidad de financiación equivalente al 0,2 % del PIB en el acumulado de cuatro trimestres, algo inédito en la serie histórica.

La actuación de las AAPP en los meses finales del ejercicio estuvo de nuevo marcada por el efecto de las medidas de consolidación en marcha, de manera que tanto el consumo público como la inversión pública redujeron su aportación a la actividad. La información sobre la ejecución presupuestaria en la fecha de cierre de este artículo apunta a que el objetivo de déficit de las AAPP previsto para 2010 (del 9,3 % del PIB) resulta alcanzable, sobre todo por el margen de maniobra que proporcionan los favorables resultados de la ejecución del Estado, que cerró el año con un saldo deficitario del 5,1 % del PIB, ocho décimas inferior al presupuestado. En cuanto a las CCAA, en diciembre se publicaron por primera vez datos homogéneos relativos a la ejecución presupuestaria hasta septiembre de 2010, según los cuales el déficit habría cerrado el tercer trimestre con una cifra del 1,2 % del PIB (frente al 2,4 % previsto para el conjunto del año). Previamente, el Consejo de Política Fiscal y Financiera había alcanzado un acuerdo para mejorar la transparencia en el ámbito de la información económico-financiera que presentan las CCAA así como los criterios en función de los cuales se tramitarán las autorizaciones de operaciones de endeudamiento.

Por lo que se refiere a los intercambios con el resto del mundo, la información disponible, todavía incompleta, indica que en los meses finales del 2010 la demanda exterior neta volvió a amortiguar el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, con una aportación positiva de 1,3 pp, más expansiva que en los dos trimestres previos, en un contexto de marcada recuperación de las exportaciones de bienes. El sector exterior volvió a desempeñar, por tanto, un papel fundamental para amortiguar los descensos de la actividad interna, pero, a diferencia de la pauta observada en los dos últimos años, en los que esta mejoría se había producido fundamentalmente por el desplome de las importaciones, en 2010 este efecto estuvo dominado por el empuje de las exportaciones, que se pudieron beneficiar de la recuperación del comercio mundial con un ajuste de los precios de exportación y con el diseño de estrategias más ambiciosas en cuanto a la diversificación de nuestros mercados. Debe perseverarse en la profundización de esta estrategia para hacer de sector una fuente de crecimiento más potente y estable.

En el contexto descrito, las necesidades de financiación de la nación habrían seguido disminuyendo en los meses finales del ejercicio, tras haberse situado en el tercer trimestre en el 4,2 % del PIB (5,1 % en 2009). Se observa, sin embargo, una cierta ralentización en este proceso, que cabe atribuir al impacto negativo de la factura energética sobre el saldo de los intercambios de bienes. Desde el punto de vista de la contribución de los sectores institucionales, esta nueva reducción de las necesidades de financiación estaría reflejando el recorte del déficit de las AAPP y la mejora en la posición de las sociedades no financieras.

Por el lado de la oferta, durante el cuarto trimestre se produjeron aumentos en el valor añadido de la industria y de los servicios de mercado, mientras que en la agricultura y, sobre todo, en la construcción se observaron sendos descensos. En el conjunto del año, la reactivación basculó sobre las actividades manufactureras (1,4 %) y los servicios de mercado (0,6 %), frente a una intensificación de la caída del valor añadido de la construcción (-6,9 %), que comporta, en comparación con lo ocurrido en los dos últimos años, un descenso del componente de construcción no residencial. Por su parte, el ritmo de destrucción de empleo se elevó al 2,3 %, como resultado de la reducción de la ocupación en la economía de mercado de, aproximadamente, el 3 % (-8,4 % el año anterior) y de un pequeño avance en la de servicios de no mercado (0,8 %). Dada la evolución estimada del producto y del empleo, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo relativamente intenso (2,2 %), aunque inferior al de 2009.

Los costes laborales continuaron el proceso de moderación que se inició a comienzos del ejercicio, impulsada en la segunda mitad del año por el recorte en los salarios públicos. Para el conjunto de 2010 se estima un incremento de la remuneración por asalariado próximo al 1 %, cifra que se compara muy favorablemente con el incremento del 4 % que registraron los costes laborales en 2009. Una parte significativa de esta desaceleración se debe al giro que se ha producido en los salarios públicos, que habrían caído en torno a un 2 %, frente al aumento promedio del 6 % en los tres años anteriores. El resto se debe a la ralentización en la remuneración por asalariado de la economía de mercado, para la que se estima una tasa de avance del 1,8 %, casi dos puntos inferior a la de 2009 (3,7 %) o cuatro a la de 2008 (5,9 %). El menor incremento en las tarifas negociadas en convenio, que se situaron en el 1,3 % en el promedio del ejercicio, influidas por las recomendaciones del acuerdo plurianual firmado en febrero y por la ausencia de presiones inflacionistas, determinó este resultado, que ha permitido un descenso de los costes laborales unitarios en la economía de mercado, por segundo año consecutivo.

Resulta imprescindible que estas pautas de moderación salarial se prolonguen en los próximos trimestres. En este sentido, el proceso de negociación colectiva que se inicia debe considerar el carácter temporal que, en ausencia de perturbaciones adicionales, tendrá el repunte de la inflación de los últimos meses. Una parte muy significativa del aumento de la tasa de crecimiento del IPC entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010 se explica por cambios impositivos y de precios regulados (IVA, impuestos de las labores del tabaco, precio de la electricidad y del gas) y por la trayectoria alcista de los precios de las materias primas. Todos estos factores tienen un efecto directo significativo sobre el nivel de precios y sobre la tasa de inflación, pero, en ausencia de una transmisión hacia otros precios, desaparece de la tasa interanual de inflación al cabo de doce meses. Un ejemplo reciente del carácter temporal de la subida de la inflación ante una elevación significativa en los precios del petróleo se produjo entre 2008 y 2009 (véase, para más detalle, el artículo que se presenta en este mismo Boletín). Pero, para que esto ocurra, se han de dar determinadas circunstancias: en particular, que los efectos indirectos sobre los costes de las empresas sean limitados y que los cambios en los precios no generen una revisión generalizada de las expectativas de inflación que se trasladen a los precios finales, bien a través de los precios fijados por los productores, o bien mediante la negociación salarial.

Las perspectivas para el año 2011 en España —aunque también en la zona del euro— siguen dibujando un horizonte de recuperación lenta y muy dependiente del sector exterior, condicionada por el ajuste fiscal y el proceso de saneamiento que afronta el sector privado. Este escenario se encuentra, además, sujeto a una gran incertidumbre y a los riesgos asociados a las tensiones en los mercados de deuda soberana, que, de prolongarse, podrían propiciar un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación y un deterioro de la confianza de los agentes económicos.

A lo largo del mes de enero se han anunciado medidas adicionales de reforma en ámbitos importantes de la economía, orientadas a despejar las incertidumbres y a reafirmar el compromiso de la política económica con los ajustes necesarios. El Consejo de Ministros abordó el 28 de enero el Anteproyecto de Ley de Reforma de la Seguridad Social, que contempla medidas de amplio alcance para asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones. Asimismo, ante el endurecimiento de las condiciones de acceso de las entidades financieras españolas a los mercados exteriores como consecuencia del agravamiento de la crisis de deuda soberana, anunció nuevos pasos para acelerar y profundizar la reestructuración bancaria, mediante un conjunto de medidas destinadas a impulsar el incremento de los niveles de capitalización de las entidades hasta cotas que garanticen la recuperación de la confianza de los mercados.

## 2 Entorno exterior del área del euro

En el cuarto trimestre de 2010, la economía y los mercados financieros internacionales evolucionaron de manera favorable. La introducción de nuevas medidas expansivas en Estados Unidos proporcionó un soporte adicional a la recuperación global, a pesar del recrudecimiento de las tensiones soberanas en el área del euro. En este entorno, los indicadores más recientes apuntan a una continuidad en la recuperación, persistiendo la dicotomía entre la relativa debilidad del crecimiento en algunas economías avanzadas y la fortaleza de muchas emergentes, que, en algunos casos, muestran signos de sobrecalentamiento. Las medidas adicionales de expansión monetaria y fiscal en Estados Unidos, que suponen una ampliación de las divergencias en el tono de las políticas entre las economías avanzadas, han dado lugar a una mejora de las perspectivas a corto plazo en esta economía y han reforzado el optimismo dominante en los mercados financieros en el período. No obstante, las dudas sobre la sostenibilidad a medio plazo de la demanda privada en Estados Unidos, una vez que se retiren los estímulos públicos, no se han disipado. Por otra parte, el fuerte incremento del precio de las materias primas observado durante el trimestre ha favorecido un repunte generalizado de la inflación (véase el recuadro 1). Aunque las tasas de inflación se mantienen en niveles moderados en la mayoría de las economías avanzadas, en muchos países emergentes y en alguno desarrollado —como el Reino Unido— la mayor intensidad de las presiones inflacionistas ha elevado el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación. En este contexto, las principales economías emergentes han dado un giro contractivo a sus políticas monetarias, retomando el ciclo de subidas de tipos de interés que habían interrumpido al intensificarse las entradas de capitales, y han continuado acumulando reservas, acompañadas, según los casos, de medidas de corte macroprudencial y de controles de capital.

En este contexto, los *mercados financieros internacionales* no acusaron el recrudecimiento de la crisis soberana europea. El sentimiento positivo en los mercados se reflejó en ganancias generalizadas en las bolsas, tanto de países desarrollados como de emergentes, así como en la mejora de las condiciones de financiación fuera del área del euro. Otro elemento a subrayar es el incremento de la rentabilidad de la deuda a largo plazo en Estados Unidos durante el trimestre, aunque desde mediados de diciembre se ha mantenido estable en torno al 3,5 % para los bonos a diez años. Esta tendencia, que también se ha registrado, aunque con menor intensidad, en otras economías, sería el resultado del proceso de normalización de los tipos de interés, desde los bajos niveles observados en meses anteriores, acorde con la mejoría de las perspectivas económicas y el cambio de orientación de la política fiscal en Estados Unidos; en cualquier caso, no responde a una revisión sustancial de los riesgos de inflación. En los mercados cambiarios, se corrigieron, en cierta medida, los fuertes movimientos del trimestre anterior, experimentando el dólar una apreciación frente a las principales divisas. Además, en el caso de las economías emergentes, el comportamiento positivo de los mercados financieros se tradujo en reducciones de sus diferenciales soberanos. Por su parte, los precios de las materias primas han mantenido, o incluso acentuado, la trayectoria ascendente iniciada en el trimestre anterior, de forma que las tasas de crecimiento interanual de los precios de los alimentos y de los metales se situaban en enero en torno al 40 % y al 25 %, respectivamente. El barril de petróleo Brent ha llegado a superar los 100 dólares por barril, lo que supone una subida de un 29 % desde el comienzo de 2010. Estas subidas responden principalmente al aumento de la demanda de las economías emergentes.

En *Estados Unidos*, la estimación avance del PIB del cuarto trimestre muestra un crecimiento trimestral anualizado del 3,2 % (0,8 % intertrimestral, 2,8 % interanual), frente al 2,6 % del tercer trimestre, resultado de las contribuciones positivas del consumo privado y la demanda exterior



A lo largo del último trimestre se ha producido un fuerte repunte en los precios de las materias primas, impulsado, fundamentalmente, por el crecimiento en la demanda de las principales economías emergentes. Este aumento ha sido generalizado, aunque de diferente intensidad entre productos, y ha provocado un ascenso de la inflación en muchos países, especialmente en los propios países emergentes. En el actual contexto de cuantiosas entradas de capitales en estos países, este desarrollo contribuye a acentuar los dilemas de política monetaria presentes en muchos de ellos. En este recuadro se revisa la evolución de los precios de las materias primas en 2010 y su incidencia en la inflación en las economías emergentes.

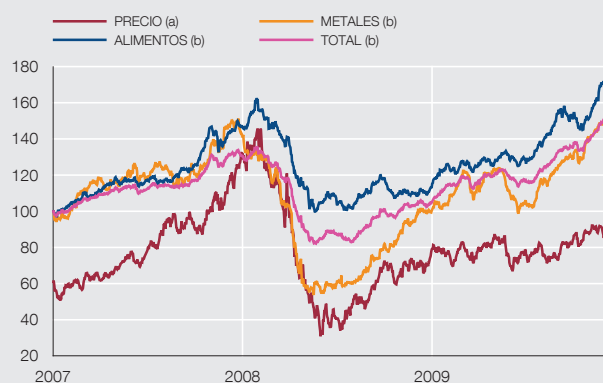
En el conjunto de 2010 los precios de las materias primas han experimentado un ascenso muy acusado. Los precios de los alimentos, de los metales industriales y del petróleo crudo han crecido, en términos interanuales, en torno a un 30 %, un 20 % y un 25 %, respectivamente (véase gráfico 1)<sup>1</sup>. Tras estas subidas se encuentra una

1. Para los precios agregados de metales, alimentos y materias primas se considera el índice CRB de materias primas. Para los precios del petróleo crudo se utiliza el barril de Brent. La moneda de cálculo es el dólar americano.

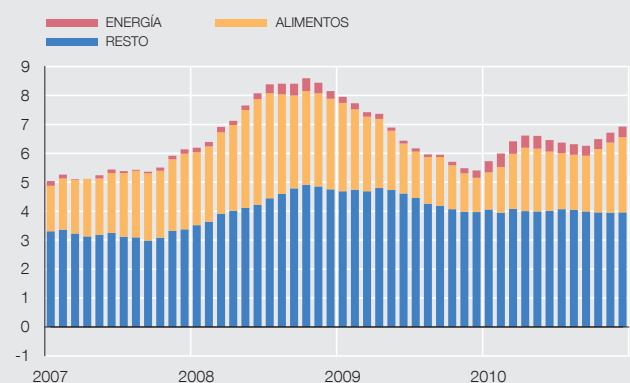
sustancial revisión al alza de las previsiones de demanda, especialmente de los países emergentes, en la segunda mitad del año. Así, en el caso del petróleo, a finales de 2009 la Agencia Internacional de la Energía esperaba un aumento en la demanda global en 2010 de 1,4 millones de barriles/día (mbd), aumento que finalmente ha sido de 2,7 mbd (de los que China ha supuesto un tercio). Este incremento de la demanda total ha sido superior al de la oferta de los productores no-OPEP (1,1 mbd), por lo que la cuota de mercado de la OPEP ha aumentado<sup>2</sup>. En el caso de los alimentos, los factores de demanda se han visto complementados por factores de oferta —que han afectado a productos concretos—, tales como las malas cosechas, debidas, sobre todo, a las condiciones meteorológicas adversas, o las restricciones a la exportación de grano en algunos países. De esta manera, los precios del maíz se han duplicado desde junio hasta diciembre de 2010, mientras que los del trigo han crecido más de

2. Esta situación —elevaciones de precios y cantidades en paralelo a un aumento de la cuota del cartel— se corresponde con lo que la teoría económica predice en el caso de una sorpresa al alza en la demanda esperada. Véase Anton Nakov y Galo Nuño (2009), *Oilgopoly: A General Equilibrium Model of the Oil-Macroeconomy Nexus*, Documentos de Trabajo, n.º 0932, Banco de España.

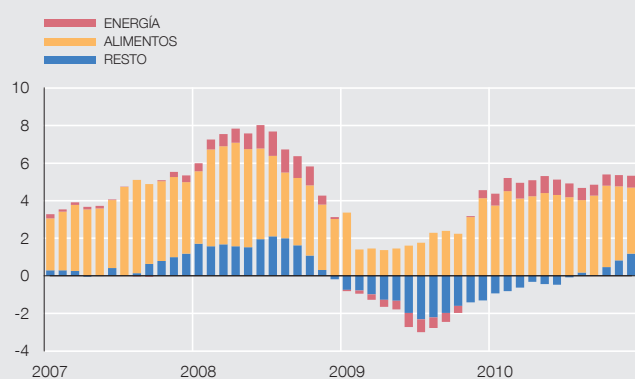
1 PRECIO DEL PETRÓLEO Y OTRAS MATERIAS PRIMAS



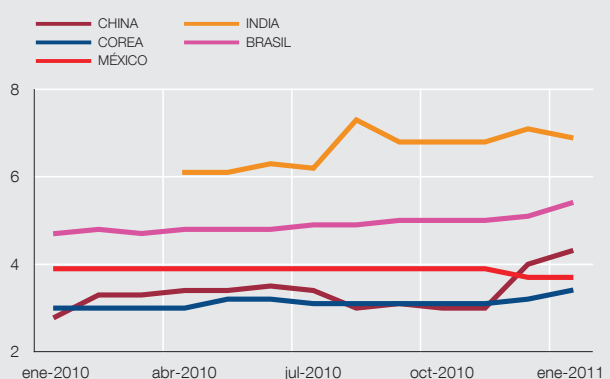
2 CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA (c) (d) (e)



3 CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN EN ASIA EMERGENTE (c) (d) (e)



4 PREVISIONES DE INFLACIÓN PARA 2011 (f)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a. Precio/barril en dólares.
- b. Índice enero 2007 = 100.
- c. En porcentaje.
- d. Elaboración propia descontando del índice general los índices de alimentos y energía.
- e. AMÉRICA LATINA: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ASIA EMERGENTE: China, India, Tailandia, Filipinas, Corea y Singapur.
- f. % ia.

un 60% en el mismo periodo<sup>3</sup>. Adicionalmente, no se puede descartar que la tendencia al alza de los precios se haya visto amplificada por un aumento de los flujos financieros dirigidos a los mercados de materias primas, en un contexto de abundante liquidez a escala global y de interés de los inversores internacionales por esta clase de activos.

El alza en los precios internacionales de energía y alimentos se traslada de manera diversa a los precios domésticos en función de las oscilaciones de los distintos tipos de cambio frente al dólar (moneda en la que están referenciados los precios de la mayoría de materias primas), de los aranceles e impuestos existentes, y de los costes de transporte y distribución nacionales<sup>4</sup>. Por su parte, las variaciones en los precios domésticos de las materias primas pueden afectar a la inflación agregada a través de diversos canales. En primer lugar, están los efectos directos del aumento de los precios de las materias primas sobre el índice general de precios, que serán tanto mayores cuanto más elevado sea el peso de la energía y los alimentos en la cesta de consumo representativa del país. En las economías emergentes los alimentos y la energía suponen entre un 30% y un 40% de la cesta de consumo, mientras que en las desarrolladas suponen menos de un 25%. En segundo lugar, se encuentran los efectos indirectos materializados en el incremento en los costes de producción y distribución, que son más relevantes en el caso de la energía. Finalmente, están los llamados «efectos de segunda ronda», que reflejan la incorporación del alza inicial de precios en los procesos de fijación de precios y salarios de modo que la perturbación inicial se acaba trasladando a la inflación subyacente y a las expectativas de inflación. Es por ello que estos efectos tienen especial relevancia para la política monetaria.

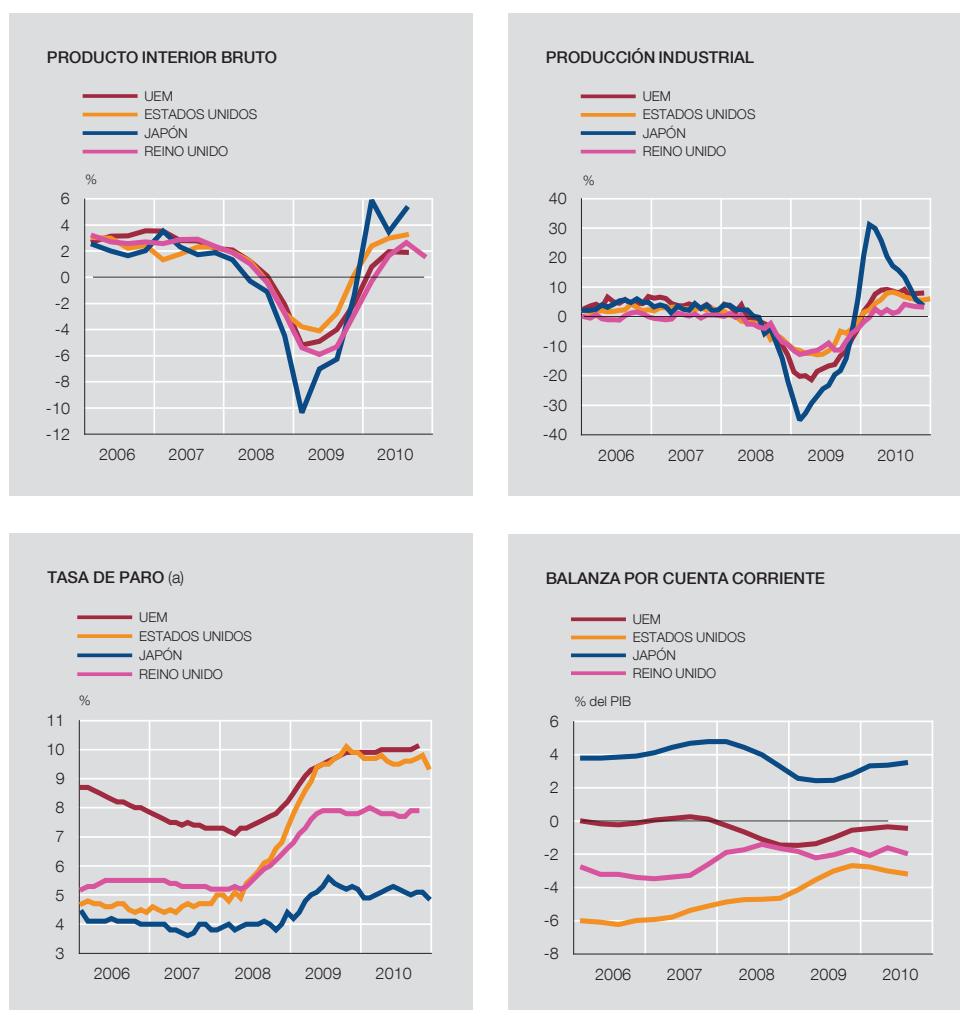
El repunte de la inflación general desde mediados de 2010 en las economías emergentes latinoamericanas ha venido impulsado principalmente por el aumento en el componente de alimentos (véase gráfico 2). La inflación subyacente se ha mantenido bastante estable hasta la fecha, a diferencia de lo ocurrido a comienzos

de 2008, cuando el acusado ascenso del precio de los alimentos vino acompañado de una fuerte escalada en la inflación subyacente. Esto parece indicar que, por el momento, el impacto a través de efectos de segunda ronda ha sido reducido. No obstante, en el caso de las economías emergentes asiáticas, el repunte en la tasa de inflación no se debe únicamente a la contribución de los alimentos, sino al progresivo aumento de la inflación subyacente a lo largo de 2010, que puede estar reflejando efectos de segunda ronda y un estrechamiento de la brecha de producción en estas economías (véase gráfico 3). Cabe destacar también el menor impacto, con respecto a los alimentos, de la escalada del precio de las materias primas energéticas en la tasa de inflación, sobre todo en América Latina. Esto no es solo debido a su menor peso en la cesta de la compra, sino que también obedece probablemente a la extendida presencia de subsidios y precios administrados en este sector.

La respuesta de política monetaria de los bancos centrales a la subida de los precios de las materias primas dependerá de en qué medida se pueda trasladar a las expectativas de inflación de los agentes y a sus decisiones de fijación de precios y salarios (efectos de segunda ronda). En caso de que existan riesgos de que las expectativas de inflación se puedan desanclar o de que tengan lugar efectos de segunda ronda, el banco central debería endurecer el tono de la política monetaria. En la actualidad, con alguna excepción (como México), las perspectivas de inflación están aumentando en varios países emergentes (véase gráfico 4), debido no solo al aumento de los precios de las materias primas, sino a su propia dinámica de crecimiento, lo que plantea un riesgo significativo de desanclaje de las expectativas de inflación para estas economías. Por otra parte, muchas de ellas se enfrentan a un dilema adicional de política monetaria derivado de las fuertes entradas de capitales que están experimentando, que podrían incrementarse con un alza en los tipos de interés. Ante este dilema, las economías emergentes han optado por soluciones pragmáticas basadas en un amplio abanico de medidas: elevación de los tipos de interés oficiales cuando las circunstancias lo permiten, apreciaciones progresivas, del tipo de cambio, aunque controladas a través de intervenciones y acumulación de reservas, y, en otros casos o como complemento, adopción de medidas de corte macroprudencial o, incluso, introducción de controles de capitales.

3. Véase el informe del Banco Mundial *Global Economic Prospects*, enero de 2011, p. 61. 4. El componente de materias primas en la inflación agrupa tanto los alimentos no elaborados como la energía.

—debido, principalmente, a la contracción de las importaciones—, que compensaron sobradamente la fuerte aportación negativa de la acumulación de existencias. Los indicadores más recientes han aportado algunas señales positivas, si bien siguen sin disiparse las dudas sobre la fortaleza de la recuperación a medio plazo. Por el lado de la oferta, a pesar de la desaceleración de la producción industrial, la confianza empresarial, medida por los índices ISM, y la utilización de la capacidad productiva avanzaron ligeramente. Por el de la demanda, tanto las ventas al por menor como el sentimiento del consumidor apoyaban un aumento del consumo. El mercado de la vivienda, por su parte, muestra señales de estabilización, aunque su recuperación sigue siendo muy incierta, dada la debilidad del mercado laboral. En

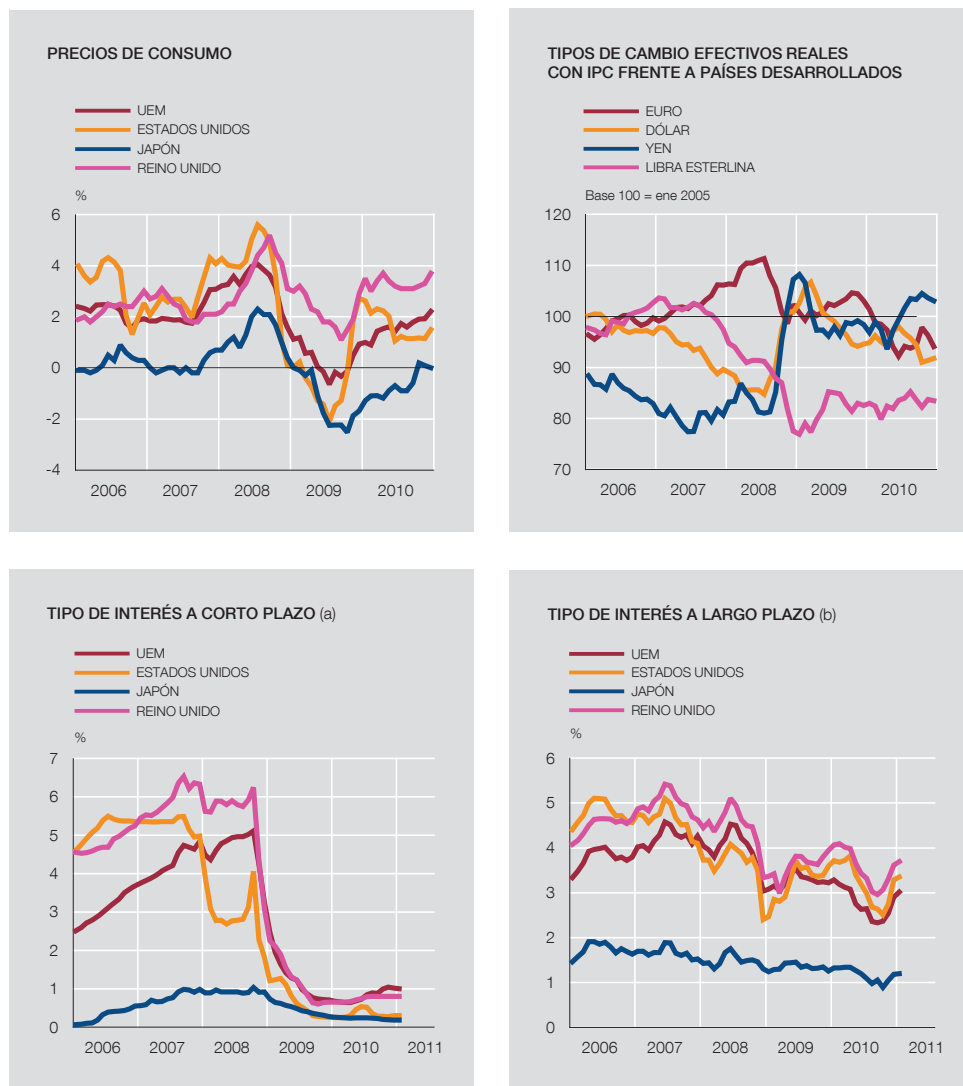


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

particular, la creación neta de empleo en el sector privado continuó siendo muy modesta, mientras que el descenso registrado en la tasa de paro, de cuatro décimas, hasta el 9,4 % de la población activa, enmascara la salida de la fuerza laboral por el desánimo en la búsqueda de empleo. Por su parte, el fuerte aumento del precio de la energía hizo repuntar 4 décimas el IPC, hasta el 1,5 % interanual, en diciembre, si bien la inflación subyacente se estabilizó en el 0,8 %. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0-0,25 % —reiterando que permanecería en niveles reducidos por un tiempo prolongado—, y anunció, en su reunión de noviembre, la compra de bonos del Tesoro por una cuantía de 600 mm de dólares, a realizar escalonadamente hasta junio de 2011; también mantuvo el compromiso de reinvertir en bonos públicos los fondos procedentes de las amortizaciones de MBS en su poder. En el plano fiscal, en diciembre se aprobaron una serie de medidas, entre ellas la extensión de determinadas exenciones fiscales. Estas medidas incrementarán el déficit público en 858 mm de dólares hasta 2020 y suponen un fuerte estímulo a la actividad en el corto plazo, que se estima entre 0,6 pp y 2 pp en 2011, y entre 0,5 pp y 1,9 pp en 2012.

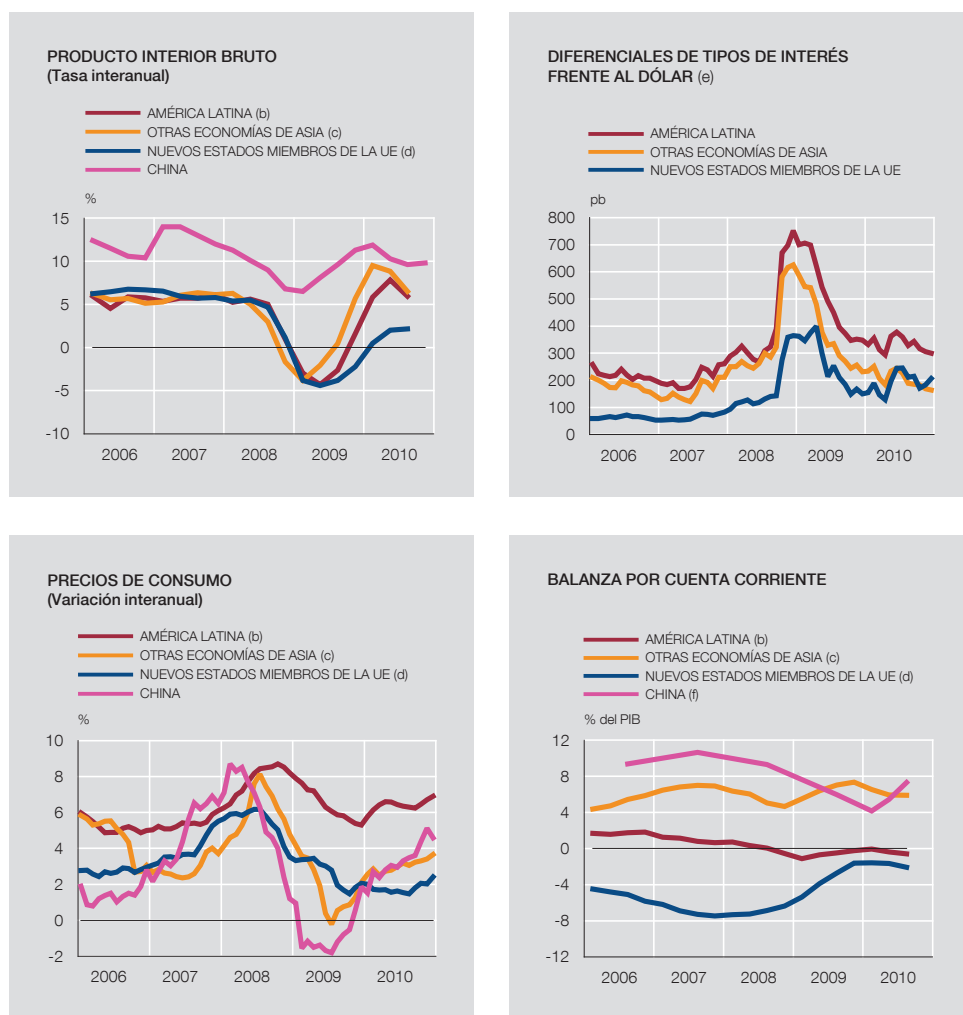
En *Japón*, el PIB creció un 1,1 % trimestral en el tercer trimestre, muy por encima del 0,4 % registrado en el trimestre anterior, lo que elevó el crecimiento interanual hasta el 5,3 %. La



FUENTE: Banco de España.

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

aceleración se apoyó en la anticipación de compras de automóviles previa a la expiración de las ayudas públicas y, en menor medida, en la mayor contribución de las existencias y la inversión privada. Sin embargo, los indicadores más recientes anticipan una contracción de la actividad en el cuarto trimestre —más marcada en el sector manufacturero—, debido al deterioro de las exportaciones y a la progresiva desaparición de los estímulos fiscales, aunque se espera una recuperación progresiva durante 2011. En cuanto al sector exterior, el superávit de la balanza por cuenta corriente se redujo en noviembre, como consecuencia del impulso de las importaciones y la debilidad de las exportaciones, en un contexto de menor demanda mundial. La tasa de paro se redujo una décima en el trimestre, hasta el 4,9%, y otros indicadores laborales han dado señales positivas. Por otra parte, la inflación medida por el IPC registró un crecimiento nulo en diciembre, debido al alza de los precios de los alimentos y la subida del impuesto sobre el tabaco, mientras que la tasa subyacente se mantiene en terreno deflacionario. En este contexto, el Banco de Japón no ha modificado el rango del tipo de interés oficial, de 0-0,1%. Por último, el Gobierno aprobó un nuevo paquete de estímulo fiscal (de un 0,9% del PIB), destinado a fomentar el empleo y apoyar a las pymes, y publicó el proyecto de presupuestos para el año fiscal 2011, con una reducción del tipo del impuesto sobre



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

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

sociedades de 5 pp, hasta el 35%, con el fin de incrementar la competitividad internacional de las empresas japonesas.

En el *Reino Unido*, la estimación preliminar del PIB del cuarto trimestre señala una caída del 0,5% intertrimestral (+1,7% interanual), frente al crecimiento del 0,7% del trimestre previo. Esta contracción está en gran parte motivada por el efecto de las adversas condiciones meteorológicas de diciembre sobre la actividad de los sectores de la construcción y de los servicios. Los indicadores contemporáneos recientes ya sugerían una moderación del crecimiento en el trimestre, aunque no tan intensa, con una evolución diferenciada por sectores: las encuestas de opinión empresarial mostraban un avance significativo de la actividad manufacturera, espoleada por la demanda externa, frente al mal comportamiento de la construcción y los servicios. Asimismo, se apreciaba una atonía de las ventas minoristas, en un contexto de reducida confianza. El mercado laboral se deterioró ligeramente en el trimestre —la tasa de

paro aumentó dos décimas, hasta el 7,9% en noviembre—, ya que la creación de empleo privado fue incapaz de compensar la pérdida de empleo público resultante del ajuste fiscal. El mercado inmobiliario también se ha debilitado en los últimos meses y los precios de la vivienda han iniciado un nuevo ajuste a la baja. El IPC se aceleró cuatro décimas en diciembre, hasta el 3,7% interanual —la tasa subyacente aumentó hasta el 2,9%—, lo que, unido a las subidas impositivas aplicadas a principio de año, llevará a un incremento notable de la tasa de inflación en los próximos meses. No obstante, el Banco de Inglaterra considera que este repunte es debido a factores transitorios y ha mantenido el tipo de interés oficial en el 0,5%, sin reactivar su programa de compra de activos.

En los *nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro*, el PIB en el tercer trimestre creció, en promedio, un 2,2% interanual, frente al 1,9% del segundo trimestre, prosiguiendo la senda de recuperación gradual. Se aprecian notables diferencias por países, destacando la solidez de la recuperación en Polonia, frente a la profundización de la recesión en Rumanía. La evolución favorable sigue apoyándose en la demanda exterior —salvo en Polonia, donde el consumo privado también muestra un notable dinamismo— debido al empuje de la economía alemana. Los indicadores del cuarto trimestre reflejan una continuidad en la mejora de la producción industrial y una recuperación del consumo privado en algunos países, si bien la situación de inestabilidad del área del euro introduce una elevada incertidumbre. A lo largo del trimestre, la inflación ha seguido una senda al alza, ligada al incremento de los precios del combustible y de los alimentos, aumentando hasta el 4% interanual en el promedio de la región. La creciente preocupación por la inflación ha propiciado el inicio de las subidas de los tipos de interés oficiales en Hungría (hasta el 6%) y en Polonia (hasta el 3,75%).

En *China* la actividad económica mantuvo un fuerte dinamismo en el cuarto trimestre de 2010, creciendo el PIB real un 9,8% interanual (10,3% en el conjunto del año). Además, el ritmo de expansión se ha acelerado debido al vigor de la demanda interna, aunque la externa también se ha recuperado. El principal riesgo para la economía china se encuentra en la posibilidad de sobrecalentamiento: la inflación se incrementó en 1 pp en el último trimestre, hasta el 4,6% en diciembre. En este contexto, las autoridades han aumentado los tipos de interés de referencia y la ratio de reservas bancarias (dos y cuatro veces, respectivamente, en el trimestre) y han introducido cambios en su estrategia monetaria y financiera, para facilitar un control más efectivo del crédito nuevo. En el *resto de Asia*, la actividad mantuvo un notable dinamismo, aunque algo menor que durante el primer semestre, con la excepción de la India, donde el crecimiento continúa acelerándose, guiado por la fortaleza de su demanda interna. La inflación aumentó a lo largo de trimestre de forma generalizada, aunque gradual, debido a los mayores precios de los alimentos, y los países de la región que soportan mayores presiones inflacionistas (Corea, Tailandia y la India) han reanudado las subidas de sus tipos oficiales, que habían pospuesto en los meses anteriores ante el temor a generar mayores entradas de capitales. En un marco de abundante liquidez global estas subidas se han complementado con intervenciones en el mercado de divisas, medidas macroprudenciales y, en Tailandia y Corea, controles de capitales.

En *América Latina*, el crecimiento interanual del PIB se situó en el 6% en el tercer trimestre, frente al 7,9% del trimestre previo. La desaceleración es mucho más evidente si se considera la tasa intertrimestral, que fue del 0,6%, frente al 2,1% del trimestre anterior. El menor crecimiento en la tasa interanual de la región obedece tanto a una menor aportación de la demanda interna (que aún así fue de 9,2 pp) como a una ampliación de la aportación negativa de la demanda externa. Los indicadores de actividad del cuarto trimestre ofrecen señales mixtas, pues la producción industrial continúa desacelerándose, mientras se mantiene la fortaleza de

los indicadores de demanda y del mercado laboral. El aumento del precio de las materias primas ha atenuado el efecto del fuerte dinamismo de las importaciones sobre las balanzas comerciales, que en algunos casos (Chile y Perú) han visto incluso aumentar el superávit. La inflación continuó incrementándose durante el trimestre en el conjunto de la región, desde el 6,3% registrado en septiembre hasta el 6,9% en diciembre, en un contexto de tendencia alcista de los precios de las materias primas. En algunos países se produjo un cierto deterioro de las expectativas de inflación de más corto plazo, pero las de más largo plazo permanecen ancladas. En este entorno macroeconómico, los bancos centrales de Brasil y Perú retomaron en enero el ciclo de subidas de tipos oficiales, tras haberlo interrumpido en el tercer trimestre, mientras que el de Chile los elevó en todas las reuniones del cuarto trimestre (aunque no en la de enero). Asimismo, tanto en Brasil como en Perú se adoptaron nuevas medidas orientadas a contener el crecimiento del crédito, y en Brasil y Chile se introdujeron medidas para moderar las presiones apreciatorias (con un límite a las posiciones cortas en dólares al contado del sistema financiero en Brasil, y un programa de compras de divisas en Chile).

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

Las tensiones en los mercados de deuda soberana se agravaron durante los últimos meses de 2010 y los primeros días de 2011. El principal detonante de esta evolución fue la preocupación creciente sobre las implicaciones para las finanzas públicas irlandesas de la situación de extrema debilidad de su sistema bancario. Las tensiones se extendieron rápidamente a Portugal, ante la incertidumbre sobre el cumplimiento de sus compromisos de consolidación presupuestaria, a España y, en menor medida, a Italia y a Bélgica. Las turbulencias en los mercados de deuda soberana afectaron a otros mercados financieros, de manera dispar por sectores y países, y al tipo de cambio del euro, que se depreció marcadamente. A finales de noviembre, las autoridades europeas decidieron unánimemente responder de forma positiva a la solicitud del Gobierno irlandés y conceder, en conjunción con el FMI, la asistencia financiera solicitada, condicionada a una profunda reestructuración de su sistema bancario y al cumplimiento de un programa muy exigente de ajuste macroeconómico y de reformas estructurales (véase recuadro 2). Como en el caso griego, la intervención no ha despejado la incertidumbre y los tipos de interés en el mercado secundario de deuda han permanecido en niveles muy elevados, aunque en las últimas semanas se han relajado algo.

A pesar de estos nuevos episodios de inestabilidad financiera, la actividad económica en el conjunto del área del euro prosiguió su recuperación en los últimos meses del año pasado, si bien a un ritmo moderado y desigual, tanto por componentes como por países (véase recuadro 3). La expansión sigue estando liderada por las exportaciones, mientras que el gasto interno —y, en particular, el consumo privado— no acaba de remontar. La fortaleza de la economía alemana contrasta con la del resto de la UEM, y en especial con algunas economías afectadas por la crisis de la deuda, que mantienen crecimientos mucho más moderados o permanecen inmersas en una grave recesión.

Las perspectivas de analistas y organismos internacionales para el año 2011, aunque se han revisado ligeramente al alza, dibujan un horizonte de recuperación lenta y muy dependiente del sector exterior, ya que en numerosas economías los hogares y las empresas continúan inmersos en un proceso de desapalancamiento que frena el ritmo de avance de sus decisiones de consumo e inversión. Además, este escenario se encuentra sujeto a una gran incertidumbre y a riesgos a la baja, asociados en buena medida a las tensiones en los mercados de deuda soberana, que, de prolongarse, podrían propiciar un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación del sector privado y un deterioro de la confianza de los agentes económicos. En estas circunstancias, resultaría más difícil que la demanda del sector privado tomara, de cara a la consolidación de la recuperación, el relevo del papel que hasta ahora han desempeñado los estímulos procedentes de las políticas económicas. A ello se añade un ligero deterioro del panorama inflacionista a corto plazo, que está ligado en buena medida al incremento del precio de la energía en los mercados internacionales, cuyo impacto se ha visto acrecentado por la depreciación del tipo de cambio del euro. No obstante, no se prevé que estos elementos de carácter transitorio se traduzcan en presiones inflacionistas subyacentes, dadas la elevada holgura que todavía existe en la economía y la moderación de los incrementos salariales.

La ausencia de tensiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política monetaria propició que el BCE mantuviera el tono acomodaticio de la misma: los tipos de interés oficiales siguieron en niveles reducidos y las medidas no convencionales de apoyo al crédito continuaron operativas. Por otra parte, como respuesta al aumento de las tensiones en los mercados

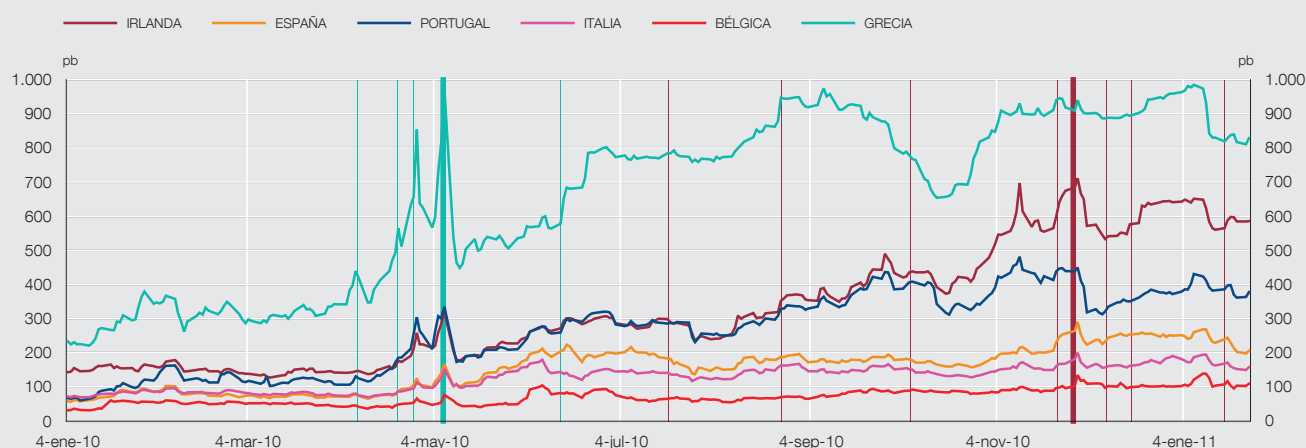


En el cuarto trimestre de 2010, las tensiones sobre la deuda pública irlandesa se agudizaron y la inestabilidad se extendió a otros países periféricos del área del euro (véase gráfico adjunto). Entre los factores que alimentaron este proceso hay que destacar, en primer lugar, la crítica situación del sobredimensionado sector bancario irlandés y los riesgos que entraña para el sector público. Así, a pesar de estar fuertemente intervenido por ayudas públicas desde septiembre de 2008, las pérdidas masivas que ha supuesto la compra de activos por parte de la agencia pública NAMA, con un descuento agregado del 58 % sobre el valor en libros, han conducido a la práctica nacionalización de las entidades rescatadas —con un impacto sobre el déficit público del 20 % del PIB en 2010—, sin que desaparezca la desconfianza sobre el sector. La interacción entre los problemas de la banca nacional irlandesa y la solvencia del Estado se realimentó en ambas direcciones y fue estrangulando el acceso de ambos a los mercados, haciendo que los bancos irlandeses se volvieran absolutamente dependientes de la financiación del Eurosistema y de su banco central. A comienzos del otoño, las autoridades irlandesas revelaron que el déficit presupuestario se situaría en 2010 en cifras próximas al 32 % del PIB, debido al efecto combinado de la crisis económica y de las recapitalizaciones del sector bancario. En con-

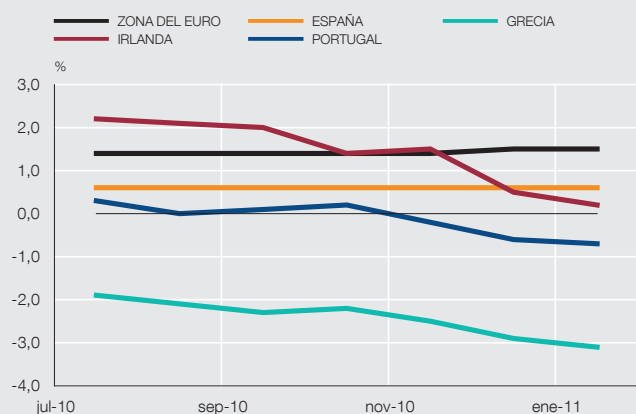
secuencia, la ratio de deuda podría alcanzar valores cercanos al 100 % del PIB.

También contribuyeron a estas tensiones las dificultades de las autoridades griegas y portuguesas para cumplir sus compromisos de ajuste fiscal, las especulaciones sobre la disponibilidad de recursos para hacer frente a un contagio a otros países de mayor tamaño y el debate en curso sobre el diseño del mecanismo permanente de resolución de crisis llamado a sustituir a mediados de 2013 los dispositivos actualmente en vigor. Asimismo, las dudas de los inversores sobre la capacidad de las economías afectadas para crecer en el futuro, como se ilustra en el segundo gráfico, y las advertencias negativas sobre las calificaciones crediticias soberanas contribuyeron a agudizar este episodio. Entre noviembre y diciembre, el *rating* soberano de Irlanda fue rebajado varios escalones por parte de las tres principales agencias, hasta situarlo en niveles BBB+(Baa1) por parte de Fitch y Moody's, dos niveles por debajo del *rating* A asignado por S&P. Fitch rebajó en diciembre la calificación soberana portuguesa un escalón, hasta A+, y en enero asignó la calificación de bono basura y especulativo a las emisiones soberanas griegas, lo que con anterioridad ya habían hecho las otras dos principales agencias calificado-

DIFERENCIALES SOBERANOS A DIEZ AÑOS. DATOS DIARIOS (a)



PREVISIONES DEL PIB 2011. CONSENSUS FORECAST



PROGRAMA DE ASISTENCIA A IRLANDA

FONDOS DISPONIBLES	85,0
PROCEDENCIA DE LOS FONDOS:	
Gobierno de Irlanda	17,5
FMI	22,5
Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF)	22,5
Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF)	17,7
Préstamos bilaterales:	
Reino Unido	3,8
Suecia	0,6
Dinamarca	0,4
DESTINO DE LOS FONDOS:	
Recapitalización bancaria	10,0
Fondos contingentes. Sector bancario	25,0
Necesidades financieras del Estado	50,0

FUENTES: Consensus Forecast y Banco de España.

a. Grecia e Irlanda: Las líneas finas representan rebajas en las calificaciones. Las líneas gruesas representan las intervenciones o rescates.

ras. También hubo avisos de posibles rebajas para el *rating* Aa1 de España y el Ba1 de Grecia por parte de Moody's, y para el AA+ belga por parte de S&P. Todo ello aumentó el riesgo de una crisis de deuda a gran escala en la UEM y precipitó la solicitud de asistencia financiera por parte de las autoridades de Irlanda, con la doble finalidad de estabilizar la delicada situación de sus bancos y la de las finanzas públicas.

El 28 de noviembre, el Consejo ECOFIN aprobó la concesión de asistencia financiera a Irlanda por un importe de 85 mm de euros (un 52 % del PIB). Como puede apreciarse en el cuadro adjunto, Irlanda contribuirá al programa con fondos del *National Pension Reserve Fund* (NPRF) y con otras fuentes nacionales. Del resto, los recursos serán aportados por el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), los Estados de Reino Unido, Suecia y Dinamarca, y el FMI. El interés medio aplicado a los préstamos será del 5,8 % anual. Por su parte, en enero, la UE y la FEEF realizaron sendas emisiones para financiar los primeros desembolsos, por un importe de 5 mm de euros en ambos casos.

La asistencia financiera está supeditada al cumplimiento de un programa de medidas que descansa en tres pilares: la recuperación del sector bancario, el ajuste presupuestario y las reformas estructurales para favorecer el crecimiento económico. Además, se suspende la participación de Irlanda en la facilidad de préstamo concedida a Grecia en mayo.

Las medidas destinadas a la recuperación bancaria tienen como objetivo redimensionar y reorganizar el sector, recapitalizarlo a los niveles más altos de los criterios internacionales y mejorar su acceso a los mercados financieros. El sector bancario podrá percibir hasta 35 mm de euros (más del 20 % del PIB), destinándose 10 mm a recapitalizar los bancos y 25 mm a un fondo de contingencia. Por otra parte, el Banco Central aumentó los requisitos de capital desde el 8 % al 10,5 %, aunque a tres entidades con problemas (AIB, BOI y EBS) se les exige de forma inmediata un 12 %. Además, realizará pruebas de liquidez para identificar necesidades de despalancamiento y reducir la financiación a corto plazo, y exigirá, antes de finales de abril de 2011, planes de venta o titulación de activos. También se prevé finalizar

los planes de reestructuración de Anglo Irish y de INBS, un régimen específico de liquidación de entidades, y la regulación más estricta de las cooperativas de crédito.

Para restaurar la sostenibilidad presupuestaria del país, deberá corregirse el déficit excesivo en 2015 —un año adicional al plazo ya acordado. El Estado irlandés recibirá 50 mm de euros del programa de rescate para estabilizar las finanzas públicas y ejecutará nuevas medidas de ajuste en los próximos cuatro años, por un importe de 15 mm de euros (de los cuales 6 mm corresponden a 2011). El ajuste recae en sus dos terceras partes en recortes del gasto (7 mm en gastos corrientes y 3 mm en inversión pública), y el tercio restante, en medidas de aumento de los ingresos (IRPF, IVA e impuestos locales, y la eliminación de gastos fiscales y cambios en la fiscalidad de las pensiones).

Las reformas estructurales aprobadas tienen como fin promover el crecimiento sostenible de la economía, permitiendo un desarrollo de la competitividad y la creación de empleo. También se contemplan políticas sectoriales de estímulo a las exportaciones y de recuperación de la demanda interna para respaldar el crecimiento económico y reducir el desempleo de largo plazo.

La activación de la asistencia financiera a Irlanda tuvo un impacto limitado en la reducción de los diferenciales de deuda soberana en la UEM. Entre otras razones, porque los mercados parecen haber adoptado, como ya hicieron en el caso de Grecia, una actitud de espera ante las medidas de salvamento, hasta despejar las dudas sobre la capacidad de las autoridades para corregir sus desequilibrios y, en particular, los riesgos procedentes del sector bancario. La reacción de los mercados no fue ajena tampoco a las discusiones sobre las condiciones del mecanismo permanente que entrará en vigor en 2013. No obstante, en fechas recientes se han relajado significativamente las tensiones en los mercados de bonos, al hilo de los comentarios sobre la posibilidad de que las autoridades europeas pudieran acordar un aumento de los fondos que podría movilizar el FEEF, así como dotar a este de una mayor flexibilidad mediante la ampliación del conjunto de instrumentos a través de los cuales puede materializarse la asistencia financiera.

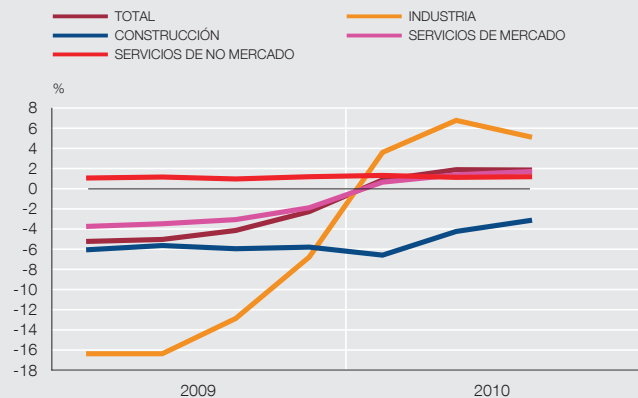
de deuda y sus efectos negativos sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria, el BCE intensificó las compras de deuda pública en los mercados secundarios, a través del Programa para el Mercado de Valores.

El Consejo Europeo del 16 y 17 de diciembre acordó los principios generales del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad, el instrumento de carácter permanente para la gestión de crisis que entrará en vigor a partir de 2013. Su funcionamiento se basará en la actual Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, a la que sustituirá, y su objetivo final será salvaguardar la estabilidad financiera del área del euro, concediendo asistencia a los países del área que tengan dificultades para financiarse en el mercado, sujeta a un proceso de aprobación por unanimidad y a una condicionalidad estricta, tal y como quedó establecido en la reforma del

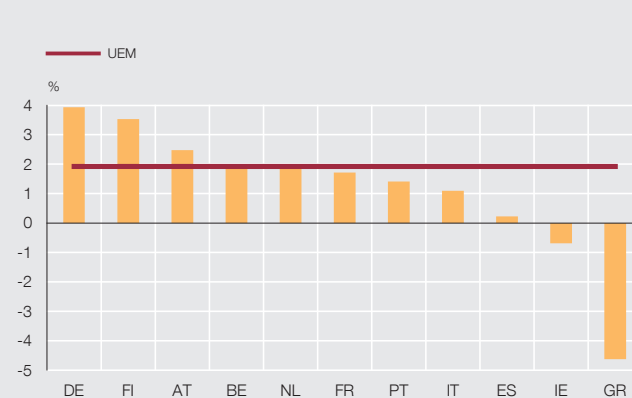
A lo largo de 2010 se ha consolidado el proceso de recuperación económica iniciado el año anterior en la UEM. Cuando la información para el conjunto del área se desglosa por ramas de actividad y por países, se perciben, sin embargo, ritmos de avance muy heterogéneos en ambos casos, que se extienden hasta el período más reciente. Como se observa en el primer gráfico, en el tercer trimestre de 2010 la variación interanual del valor añadido bruto total en la UEM alcanzó el 1,9%, como resultado de un incremento especialmente

elevado del VAB de la industria —que superó el 5%— y más moderado en los servicios —del 1,7% en los de mercado y del 1,2% en los de no mercado—, mientras que la rama de construcción registró un retroceso interanual, en línea con lo ocurrido en los trimestres precedentes. En términos intertrimestrales, el valor añadido de la construcción también mostró un descenso, mientras que en la industria y los servicios se alcanzaron incrementos de una magnitud similar, en torno al 0,4%.

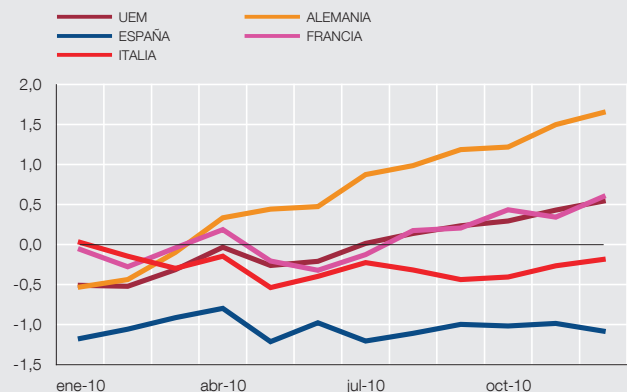
**1 UEM. VALOR AÑADIDO BRUTO**  
Tasas de variación interanual



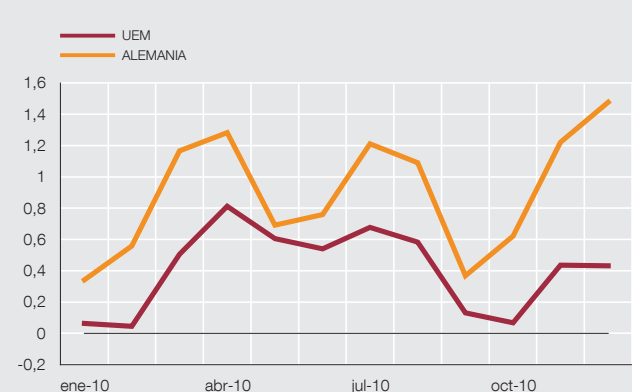
**2 PRODUCTO INTERIOR BRUTO**  
Tasas de variación interanual



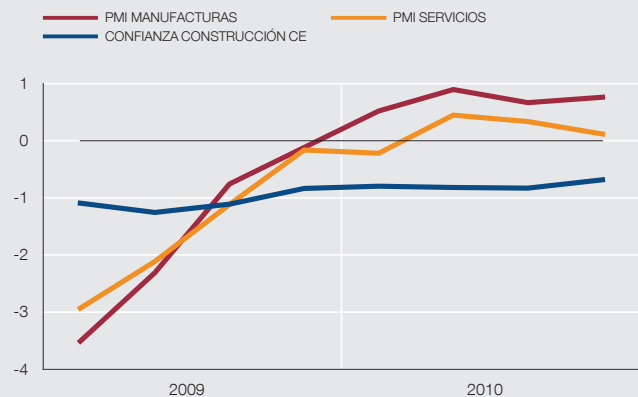
**3 INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO CE**  
Series normalizadas



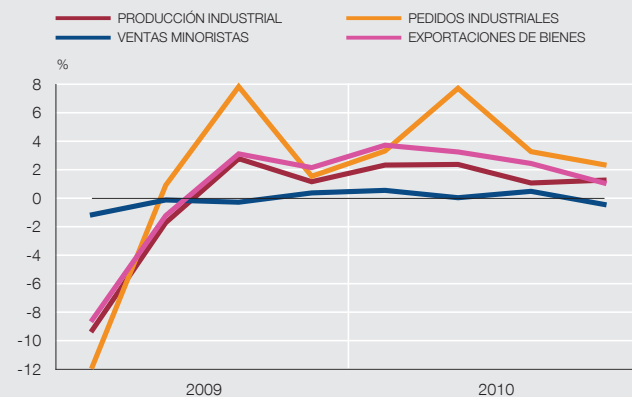
**4 PMI COMPUESTO**  
Series normalizadas



**5 UEM. INDICADORES CUALITATIVOS**  
Series normalizadas



**6 UEM. INDICADORES CUANTITATIVOS (a)**  
Tasas de variación intertrimestral



FUENTES: Comisión Europea, CPB, Eurostat y Markit Economics.

a. La información del cuarto trimestre de 2010 se refiere al período octubre-noviembre.

Por otro lado, la variación del PIB en el tercer trimestre de 2010 experimentó también una marcada diversidad por países. Como se recoge en el segundo gráfico, el incremento interanual del producto fue muy superior al de la UEM en Alemania, Finlandia y, en menor medida, Austria. En el otro extremo se encuentran países como Irlanda y Grecia, donde el PIB retrocedió, y de forma muy intensa en el segundo caso. En términos intertrimestrales, también se registró una marcada heterogeneidad, con tasas de variación que oscilaron entre el 0,9 % de Austria y el -1,3 % de Grecia, frente a un crecimiento de la UEM del 0,3 %.

De acuerdo con la información coyuntural disponible, en el cuarto trimestre de 2010 se habría mantenido cierta diferencia entre los ritmos de crecimiento de los países. El indicador de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea representado en el tercer gráfico, que muestra una elevada correlación con las variaciones del PIB, exhibió en los últimos meses del año un incremento en el conjunto de la UEM. Si se consideran los cuatro países grandes de la UEM, en Francia y en Alemania alcanzó valores especialmente elevados, mientras que en Italia y en España registró cierto estancamiento. Del mismo modo, el PMI compuesto, representado en el cuarto gráfico, experimentó un significativo aumento en Alemania en el último trimestre, que contrasta con un comportamiento más estable en

la totalidad del área del euro, lo que refleja el mayor dinamismo de la economía alemana respecto a la del resto de países.

En cuanto a la evolución sectorial, la información de los indicadores cualitativos referida al cuarto trimestre (véase gráfico 5) señalaría que el crecimiento de la actividad sigue apoyándose, en gran medida, en la industria, impulsada por la favorable evolución de las exportaciones, mientras que el indicador de servicios apunta a cierta ralentización, y el de construcción muestra una leve mejora desde niveles relativamente reducidos. Esta divergencia quedaría confirmada por el comportamiento de los indicadores reales de actividad en el cuarto trimestre (véase gráfico 6), que muestra un crecimiento relativamente elevado de la producción y los pedidos industriales, y de las exportaciones de bienes, así como una contención de las ventas minoristas.

Por lo tanto, de acuerdo con la información más reciente, cabe esperar que las diferencias en los ritmos de expansión de la actividad por países y por ramas que se han puesto de manifiesto desde el inicio de la recuperación se prolonguen en el último trimestre de 2010. En términos generales, la evolución de los indicadores apunta al mantenimiento de un crecimiento comparativamente elevado en Alemania y a cierta estabilización en otras economías del área, así como a una expansión más marcada en las ramas industriales que en las de servicios.

artículo 136 del Tratado aprobada en ese mismo Consejo (véase el artículo sobre la reforma de la gobernanza que se incluye en este *Boletín Económico*).

Durante los tres últimos meses, las economías de la UEM percibidas como las más vulnerables han ido estableciendo programas ambiciosos de reforma estructural y de consolidación fiscal, y una profunda reestructuración de sus sistemas financieros. Es necesario que estos planes se cumplan de una manera estricta para eliminar los desequilibrios y restablecer sus posiciones competitivas. Además, para lograr una recuperación más firme y decidida del conjunto del área, se requiere una mejora del funcionamiento de los mercados de trabajo, la implementación plena de la Directiva de Servicios para impulsar nichos potenciales de actividad, y el saneamiento y la normalización del sistema financiero para restablecer los flujos de crédito, tal y como propugna el Informe Anual de Crecimiento presentado recientemente por la Comisión Europea, que supone el punto de partida para la coordinación de las políticas económicas dentro del Semestre Europeo.

Por último, el 1 de enero de 2011 Estonia se convirtió en el decimoséptimo país que adopta el euro como moneda.

### 3.1 Evolución económica

En el tercer trimestre de 2010, el crecimiento intertrimestral del PIB del área del euro alcanzó el 0,3 %, tras aumentar un 1 % en el segundo, influido por factores de carácter transitorio (véase cuadro 1). El avance del producto obedeció, en gran parte, a la expansión de las exportaciones y del consumo público, mientras que el consumo privado y la inversión en equipo mostraron tasas muy moderadas y el gasto en construcción se redujo. El desglose por ramas de actividad muestra que el valor añadido se incrementó en la industria y en los servicios, mientras que disminuyó en la agricultura y en la construcción. En términos interanuales, la

	2009				2010			2011
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria):								
PIB	-0,1	0,4	0,2	0,4	1,0	0,3		
Consumo privado	0,0	-0,2	0,3	0,3	0,2	0,1		
Consumo público	0,6	0,5	-0,1	0,1	0,1	0,4		
Formación bruta de capital fijo	-2,3	-1,2	-1,2	-0,4	2,0	-0,3		
Importaciones	-2,7	2,1	1,2	4,2	4,3	1,5		
Exportaciones	-1,3	2,2	2,0	2,6	4,4	1,9		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna, excluidas existencias</i>	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,1		
<i>Variación de existencias</i>	-0,4	0,6	0,0	0,7	0,4	0,1		
<i>Demanda exterior neta</i>	0,4	-0,1	0,2	-0,5	0,1	0,3		
PIB (tasa de variación interanual)	-4,9	-4,0	-2,0	0,8	2,0	1,9		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre):								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-1,7	2,8	1,1	2,4	2,4	1,1	1,4	
Sentimiento económico	75,6	84,1	91,9	96,6	99,2	102,1	105,3	106,5
PMI compuesto	43,2	49,5	53,6	54,4	56,6	55,7	54,9	56,3
Empleo	-0,6	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,0		
Tasa de paro	9,4	9,7	9,9	9,9	10,0	10,0	10,1	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período):								
IAPC	-0,1	-0,3	0,9	1,4	1,4	1,8	2,2	
IPRI	-6,6	-7,7	-2,9	0,9	3,1	4,3	4,5	
Precio del petróleo (valor en dólares)	68,8	67,7	74,4	78,8	75,0	78,4	92,3	97,4
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período):								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,2	3,8	4,0	4,0	3,7	3,5	4,1	4,1
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	-0,63	-0,47	-0,17	-0,08	-0,72	-1,01	-0,78	-0,57
Tipo de cambio dólar/euro	1,413	1,464	1,441	1,348	1,227	1,365	1,336	1,369
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-0,7	0,3	-0,9	-4,5	-10,3	-6,3	-8,2	1,3
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-2,0	17,2	21,0	-1,2	-13,2	-7,4	-5,8	5,8

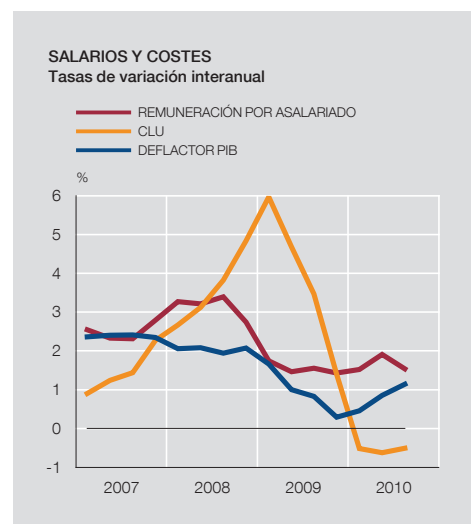
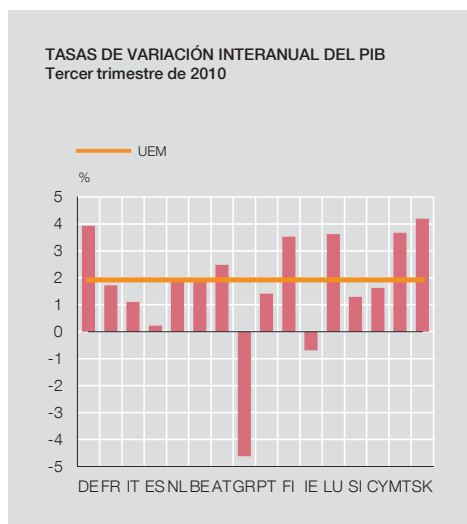
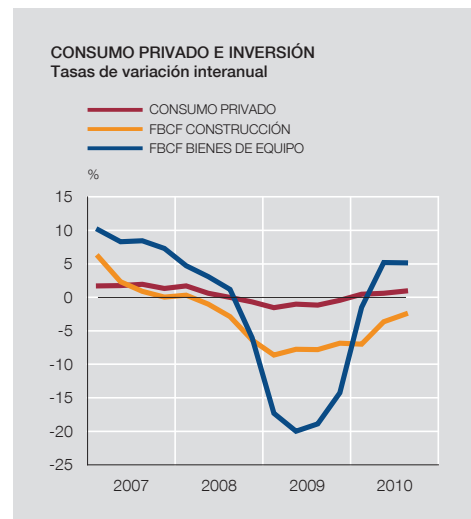
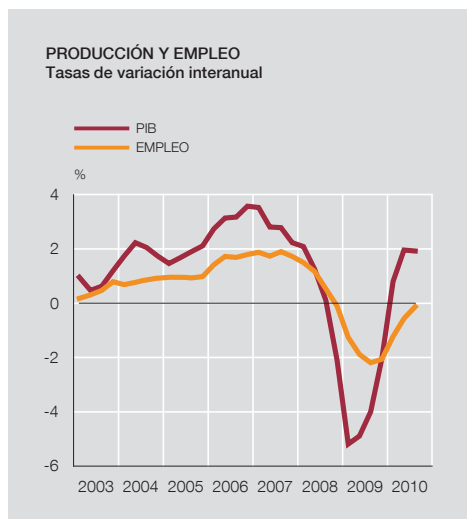
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Información disponible hasta el día 31 de enero de 2011.  
b. Variación porcentual acumulada en el año.

tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, fue un 1,9%, similar a la del trimestre anterior (2%).

Por países, la actividad en Alemania moderó su ritmo de expansión (hasta un 0,7%), en relación con el extraordinario dinamismo del trimestre precedente, pero siguió creciendo por encima del resto de las grandes economías del área. Al mayor impulso del sector exterior que está registrando esta economía, se une también una recuperación más decidida de la demanda interna, especialmente de la inversión en equipo, mientras que el gasto en consumo se ha visto alentado por la mejora del mercado de trabajo y de la confianza de los consumidores. Por el contrario, en Francia y en Italia la actividad experimentó ritmos de avance más moderados —próximos al 0,3% en ambos casos—, que reflejan un suave crecimiento de la demanda interna y una aportación todavía positiva de la variación de existencias, mientras que la demanda exterior neta contribuyó negativamente al PIB (véase el recuadro 3).

El proceso de destrucción de empleo se frenó en el tercer trimestre de 2010, según los datos de la Contabilidad Nacional. Así, el número de empleados permaneció estable en ese período, en niveles similares a los observados en el trimestre precedente, mientras que su tasa de variación interanual se situó en el -0,1%, frente al -0,6% del trimestre anterior. Este comporta-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

miento es coherente con el habitual retraso de dos o tres trimestres del empleo respecto a la recuperación de la actividad, un retraso que podría haberse prolongado en la expansión actual, debido al ajuste que registraron las horas por trabajador a lo largo de la crisis. Por el momento, esta variable no ha recobrado los niveles previos, pese al aumento observado desde mediados de 2009. Este desfase entre la recuperación de la producción y el empleo propició que la productividad aparente del trabajo registrara ritmos de avance superiores al 2 %, por tercer trimestre consecutivo, y que los costes laborales unitarios experimentaran un nuevo descenso, ya que el crecimiento de la remuneración por asalariado se mantuvo moderado. Por su parte, el avance del deflactor del PIB y el retroceso de los costes laborales unitarios permitió una nueva expansión de los márgenes empresariales, por tercer trimestre consecutivo (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente sugiere que en el cuarto trimestre el PIB mantuvo una tasa similar o algo superior a la del trimestre anterior, impulsado por la demanda exterior y el sector industrial. Así, tras el retroceso de septiembre, la producción industrial volvió a expandirse en octubre y en noviembre, mientras que los indicadores de confianza del sector elaborados por la Comisión Europea mostraban registros positivos hasta enero de 2011, por primera vez desde que comenzó la crisis, y los basados en las encuestas

realizadas a los directores de compras finalizaban el año en un 57,1, muy por encima de su media histórica. En los servicios, en cambio, los indicadores ofrecen señales mixtas en el último trimestre de 2010, al apreciarse una mejora de los indicadores de confianza de la Comisión Europea que se mantuvo en enero y un ligero deterioro de las opiniones de los directores de compras, si bien se mantienen en valores muy superiores a los observados a comienzos del año. Por su parte, la construcción podría haber disminuido su ritmo de contracción, aunque todavía no se dispone de información para analizar cómo se vio afectada su actividad por las malas condiciones climatológicas observadas en el último mes del año pasado.

La recuperación de la industria que se aprecia en la mayoría de las economías (especialmente, en Alemania) se encuentra estrechamente ligada al comportamiento de las exportaciones, que volvieron a expandirse en los meses finales del 2010, aunque sin alcanzar el dinamismo de la primera mitad, a la vez que la valoración de la cartera de pedidos exteriores y las expectativas de exportación registraron un nuevo ascenso. Los indicadores más recientes relacionados con la demanda interna muestran mayores vacilaciones. Así, en el último trimestre de 2010 las ventas minoristas disminuyeron —con datos hasta noviembre—, en tanto que las matriculaciones de automóviles aumentaron, tras el notable retroceso de los trimestres previos. Por su parte, el índice de confianza de los consumidores se ha mantenido estable en valores negativos desde el verano de 2010 hasta enero de 2011. Por lo que se refiere a los indicadores de inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva correspondiente al último trimestre de 2010 y al primero de 2011 mantuvo una trayectoria ascendente —aunque su nivel se encuentra todavía por debajo de su media de largo plazo— y la valoración de la cartera de pedidos de la industria aumentó. Por último, todos los indicadores cualitativos apuntan a una mejora del mercado de trabajo en el último trimestre, aunque la tasa de paro registró un leve ascenso, hasta el 10,1 % en octubre y en noviembre, frente al 10 % de los dos trimestres anteriores.

En definitiva, la información coyuntural más reciente confirma que la actividad del área del euro continuó expandiéndose en el último tramo de 2010 a un ritmo menor que el registrado en los meses centrales, debido a la progresiva desaparición de los estímulos de las políticas económicas, a la ralentización del crecimiento del comercio mundial y al final del proceso de reposición de inventarios observado en el primer semestre del año. El crecimiento de la actividad continúa muy asentado en la producción industrial y en las exportaciones, que podrían haberse visto favorecidas por la reciente depreciación del tipo de cambio del euro. En cambio, el gasto de las familias es todavía débil, en un contexto en que las elevadas tasas de desempleo, la moderación de los incrementos salariales y el paulatino aumento de las tasas de inflación están mermando su renta disponible real. La inversión de las empresas muestra también un avance moderado, pese al reciente aumento de los márgenes empresariales y al impulso de la demanda exterior, ya que los reducidos niveles que todavía mantiene la utilización de la capacidad productiva frenan las necesidades de ampliación de la capacidad instalada.

Más a medio plazo, las previsiones de los organismos internacionales mantienen una recuperación moderada para los próximos trimestres, con tasas que se situarían próximas al 1,5 % en el promedio de 2011 y al 2 % a finales de 2012, en un contexto en el que las necesidades de consolidación fiscal provocarán una contracción del consumo y de la inversión pública y el gasto privado irá tomando el relevo al empuje de la demanda exterior (véase cuadro 2). No obstante, este escenario se encuentra sujeto a importantes riesgos a la baja ligados a la inestabilidad de los mercados de deuda, que, de prolongarse, podría acabar afectando a la confianza de los hogares y de las empresas y provocando un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación.



	2010		2011		2012	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (diciembre 2010)	1,6-1,8	1,5-1,7	0,7-2,1	1,3-2,3	0,6-2,8	0,7-2,3
Comisión Europea (noviembre 2010)	1,7	1,5	1,5	1,8	1,8	1,7
FMI (enero 2011-octubre 2010) (b)	1,8	1,6	1,5	1,5	1,7	1,5
OCDE (noviembre 2010)	1,7	1,5	1,7	1,3	2,0	1,2
<i>Consensus Forecast</i> (enero 2011)	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,7
Eurobarómetro (enero 2011)	1,6	1,5	1,5	1,7	1,6	1,7

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

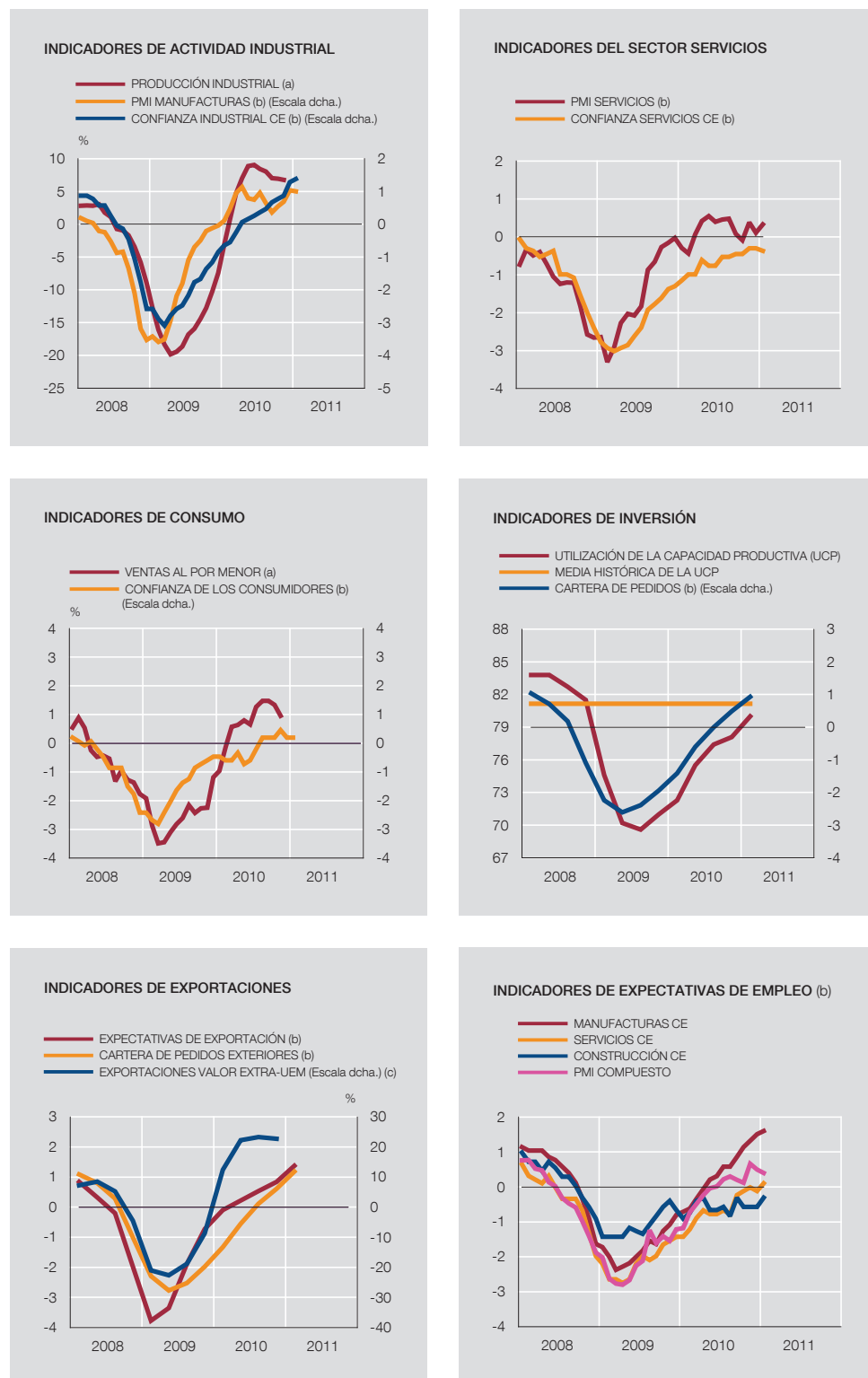
a. Tasas de variación anual.

b. Íterin de enero de 2011 para el PIB y octubre de 2010 para el IAPC.

La tasa interanual de inflación finalizó el ejercicio en un 2,2 %, más del doble de la observada a finales de 2009 (0,9 %) y, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, aumentó hasta el 2,4 % en enero. El deterioro de la inflación de los últimos meses se debe en buena medida al ascenso de los precios de los alimentos y de la energía, en consonancia con el aumento que registraron los precios de estos productos en los mercados internacionales, cuyos efectos se han visto amplificadas por la depreciación del tipo de cambio del euro. Pese a ello, la inflación subyacente medida por el IPSEBENE se mantuvo prácticamente estable en el último trimestre, en el 1,1 % (frente al 1 % del trimestre anterior), y destaca la ligera desaceleración de los servicios, que finalizaron el año con un avance de sus precios del 1,3 %, muy próximo a su mínimo histórico. En cambio, la inflación de los bienes industriales no energéticos aumentó dos décimas en el trimestre, situándose en el 0,7 % (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales crecieron un 4,5 % en octubre y noviembre, cinco décimas por encima de lo observado en el tercer trimestre del año. Todos los componentes mostraron una aceleración en el tramo final de 2010, aunque el repunte fue mayor en los precios de la energía. Las perspectivas de inflación a corto plazo se han deteriorado ligeramente, como reflejan las previsiones de distintos organismos internacionales, si bien es previsible que los encarecimientos recientes de las materias primas no provoquen efectos de segunda vuelta sobre los precios y los salarios, debido a la fragilidad que aún mantienen la demanda y el mercado de trabajo (véase cuadro 2). En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen moderadas.

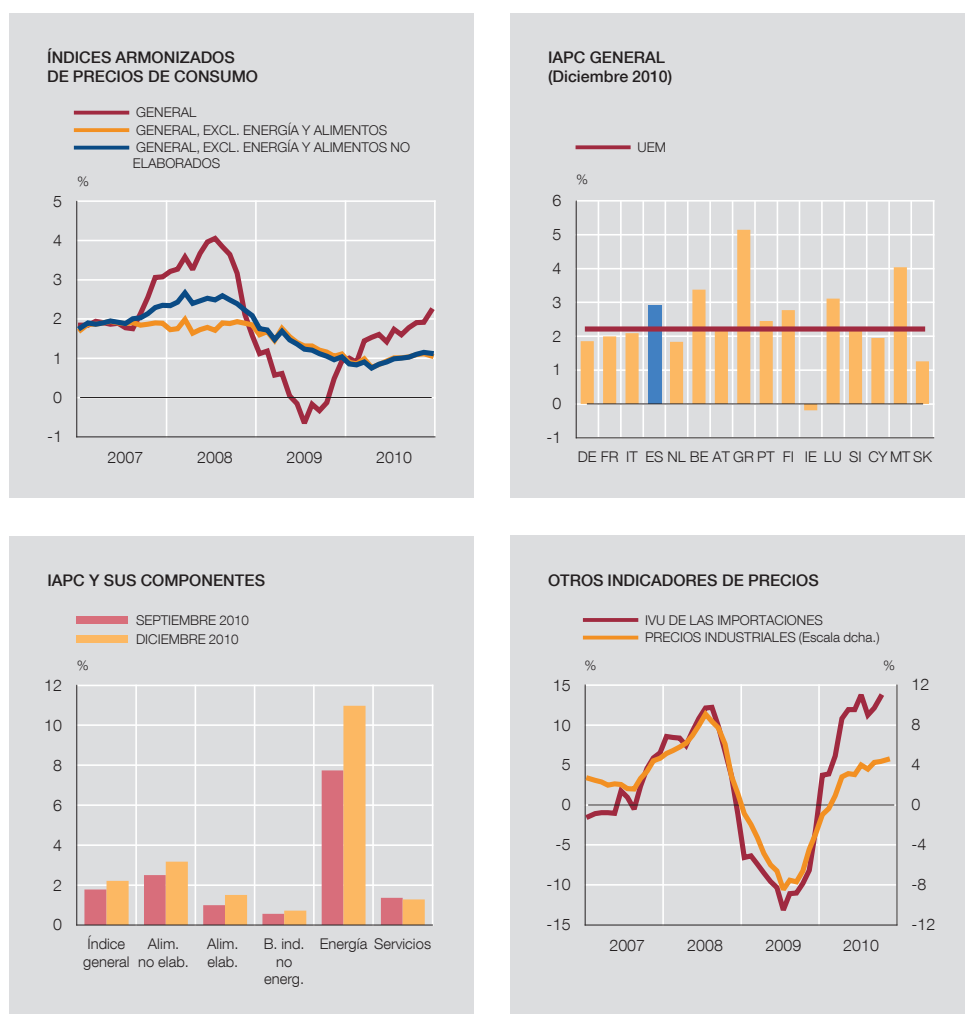
La balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un déficit de 61,6 mm de euros en el período enero-noviembre, prácticamente igual que los 59 mm acumulados en el mismo período del año anterior. Por países, se aprecia una corrección importante de los desequilibrios por cuenta corriente de Irlanda (donde la intensa mejora de la competitividad de precio y de costes ha impulsado de manera notable sus exportaciones) y de España. Por el contrario, en Portugal o en Grecia, a pesar de haberse corregido en alguna medida, el déficit mantiene niveles elevados, próximos al 10 % del PIB. Por componentes, no se detectan grandes cambios respecto al año anterior: las subbalanzas de bienes y de servicios registraron un superávit por encima de 20 mm y 30 mm, respectivamente, mientras que las subbalanzas de rentas o transferencias corrientes experimentaron déficits de 10 mm y 104 mm, respectivamente. Por otro lado, dentro de la cuenta financiera y en el mismo período, se produjo un mayor número de salidas netas de capitales en forma de inversión directa, de 103 mm, frente a los 84 mm de 2009, mientras que los flujos de inversión de cartera netos recibidos se aminoraron desde 240 mm, hasta los 147 mm. De esta forma, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, registró un déficit de 15 mm de euros entre enero y noviembre





FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

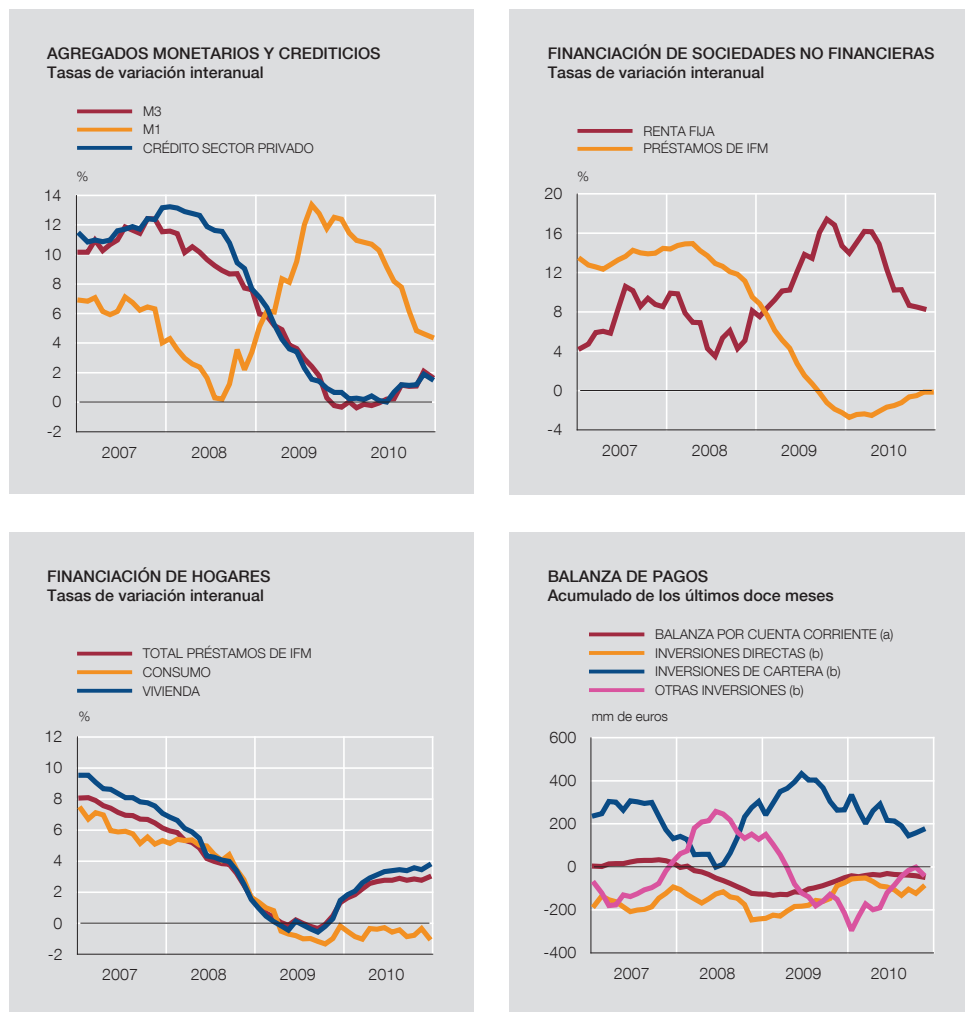
- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- b. Series normalizadas.
- c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

de 2010, frente al superávit de 95 mm observado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

Por lo que respecta a las finanzas públicas, los resultados de los distintos países estuvieron en línea con los compromisos adquiridos en el marco del PEC, superándolos en algunos casos (como en Alemania, donde la corrección del déficit se ha visto favorecida por la fortaleza de la recuperación). Por su parte, los países que afrontan situaciones más complejas se vieron obligados a adoptar medidas fiscales adicionales en los meses finales del año. Así, la situación del sistema bancario irlandés acabó reflejándose en un acusado deterioro de sus finanzas públicas, a pesar de las medidas de consolidación presupuestaria que venía implementando desde 2009, y desembocó en la solicitud de asistencia financiera a las instituciones europeas y al FMI, que fue concedida el 28 de noviembre (véase recuadro 2). En Grecia, la segunda revisión del programa de ajuste realizada por el FMI, la CE y el BCE concluyó que los ajustes fiscales y las reformas emprendidas marchan a un ritmo adecuado, si bien para garantizar el cumplimiento de los objetivos fiscales para 2011 el Gobierno introdujo medidas complementarias, encaminadas a ampliar las bases impositivas y a racionalizar el gasto. Por último, Portugal, que sufrió continuas presiones en los mercados de deuda, aprobó una serie de medidas en noviembre que suponen un recorte del 5% de los salarios públicos y un aumento del



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.

tipo del IVA del 21 % al 23%; e introdujo otras complementarias en diciembre, destinadas a aumentar el control del gasto de las Administraciones Públicas y a establecer un marco presupuestario plurianual.

Como resultado de todo lo anterior, las previsiones de otoño de la Comisión Europea situaron el déficit para el conjunto de la UEM en el 6,3 % del PIB, por debajo de lo previsto la pasada primavera (véase cuadro 3). Para el año 2011, de acuerdo con las previsiones y con los presupuestos aprobados para ese año, se espera una reducción adicional del déficit del conjunto del área —hasta el 4,6 %—, que incorpora una disminución del déficit ajustado de ciclo de 1,5 puntos porcentuales, por lo que la política fiscal adquiriría un tono restrictivo. Por su parte, la deuda pública del conjunto del área se situaría en el 84,1 % del PIB en el conjunto de 2010, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión, y podría ascender hasta el 86,5 % en 2011, con grandes diferencias por países.

**3.2 Evolución monetaria y financiera**

Las tensiones en los mercados de deuda soberana del área volvieron a agravarse durante el último trimestre de 2010 y los primeros días de 2011. A lo largo de octubre, los diferenciales soberanos griego, irlandés y portugués frente al *Bund* alemán se elevaron, hasta rebasar a principios de noviembre niveles de 800 pb, 600 pb y 400 pb, respectivamente, en la referencia

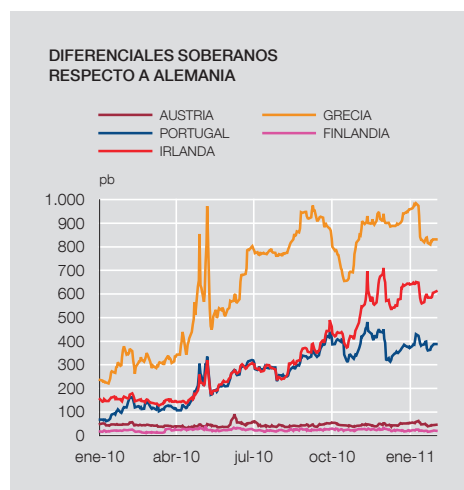
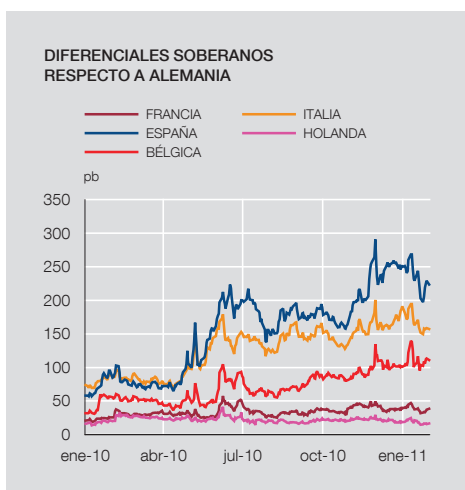
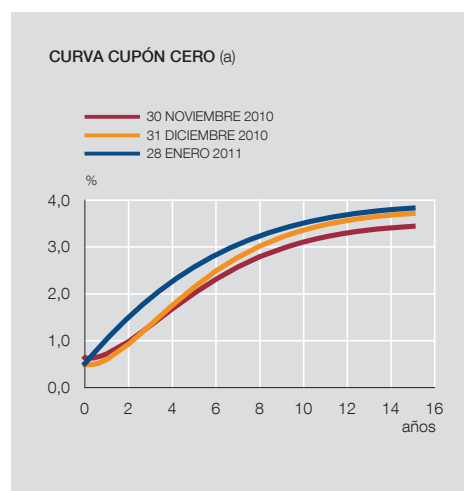
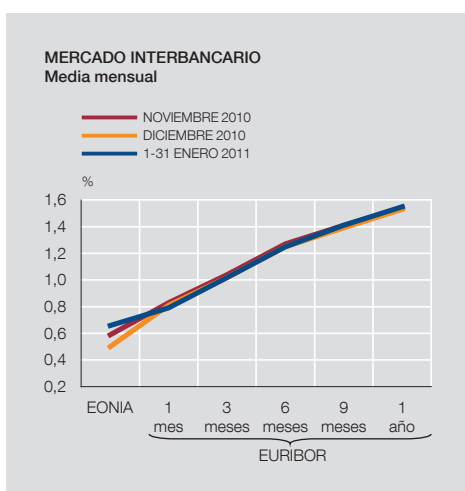
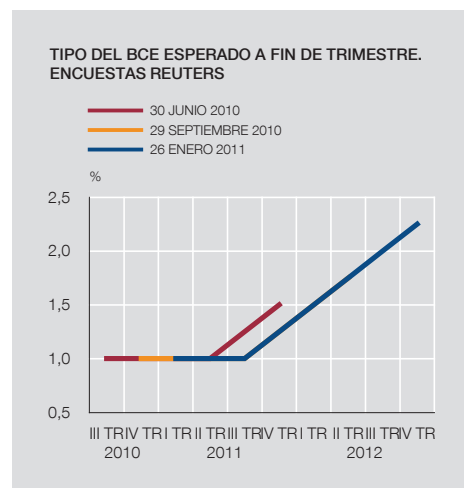
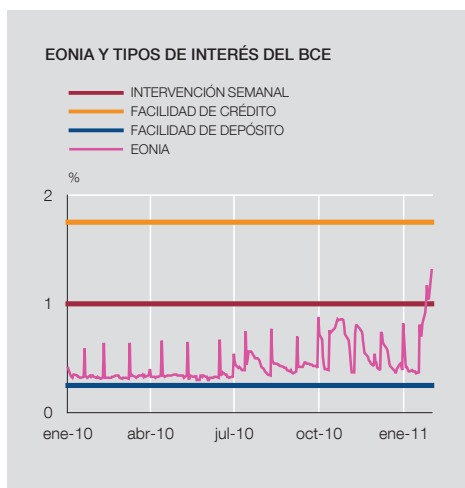
	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2008	2009	2010		2011	
		CE (b)	FMI (c)	CE (b)	FMI (c)	
Bélgica	-1,4	-6,1	-4,9	-4,8	-4,7	-5,1
Alemania	0,1	-3,0	-3,7	-4,5	-2,7	-3,7
Grecia	-9,6	-15,4	-9,6	-7,9	-7,4	-7,3
España	-4,2	-11,1	-9,3	-9,3	-6,4	-6,9
Francia	-3,3	-7,6	-7,8	-8,0	-6,3	-6,0
Irlanda	-7,3	-14,4	-32,3	-17,7	-10,3	-11,2
Italia	-2,7	-5,3	-4,9	-5,1	-4,2	-4,3
Luxemburgo	3,0	-0,7	-1,8	-3,8	-1,3	-3,1
Holanda	0,5	-5,4	-5,8	-6,0	-3,9	-5,1
Austria	-0,5	-3,5	-4,3	-4,8	-3,6	-4,1
Portugal	-3,0	-9,4	-7,3	-7,3	-4,9	-5,2
Finlandia	4,2	-2,7	-3,3	-3,4	-1,8	-1,8
Eslovenia	-1,8	-5,8	-5,8	-5,7	-5,3	-4,3
Chipre	0,9	-6,0	-5,9	-6,0	-5,7	-5,6
Malta	-4,8	-3,8	-4,2	-3,8	-3,0	-3,6
Eslovaquia	-2,1	-7,9	-8,2	-8,0	-5,4	-4,7
Estonia	-2,9	-1,8	-1,1	-1,1	-2,0	-1,7
PRO MEMORIA: UEM						
Saldo primario	1,0	-3,5	-3,5		-1,6	
Saldo total	-2,0	-6,3	-6,3	-6,5	-4,6	-5,1
Deuda pública	69,7	79,1	84,1	84,1	86,5	87,0

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
 b. Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010.  
 c. Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2010.

a diez años. La inestabilidad acabó trasladándose en noviembre a otros países, como España, Italia y Bélgica, cuyos diferenciales sobrepasaron los máximos del episodio de turbulencias de mayo de 2010. Estas tensiones se dejaron sentir en una notable depreciación del euro y, de manera diferenciada, en las primas de riesgo privadas y en las cotizaciones bursátiles de los países afectados, particularmente en los sectores financieros. La situación acabó precipitando la solicitud de ayuda financiera a la UE/FMI por parte del Gobierno irlandés. Como se explica en detalle en el recuadro 2, la formalización del programa de asistencia a Irlanda a finales de noviembre tuvo un impacto muy limitado en los diferenciales, que no comenzaron a corregirse de manera apreciable hasta la segunda mitad de enero, a la vez que se produjo una recuperación del euro y de los mercados bursátiles.

El BCE mantuvo el tono acomodaticio de la política monetaria, ya que, a pesar del repunte de los precios en el corto plazo, las presiones inflacionistas a medio plazo continuaron siendo moderadas y las expectativas de inflación prosiguieron ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios. Así, el Consejo de Gobierno del BCE decidió dejar inalterados los tipos de interés oficiales en niveles históricamente reducidos en sus últimas reuniones de 2010 y en las dos primeras de 2011. El tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 1 %, nivel en el que se ha situado desde mayo de 2009, y el de las facilidades de crédito y de depósito, en el 1,75 % y el 0,25 %, respectivamente (véase gráfico 12). Asimismo, el BCE prosiguió con una política de apoyo al crédito, otorgando liquidez mediante subastas con adjudicación plena, que mantendrá al menos durante el primer trimes-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

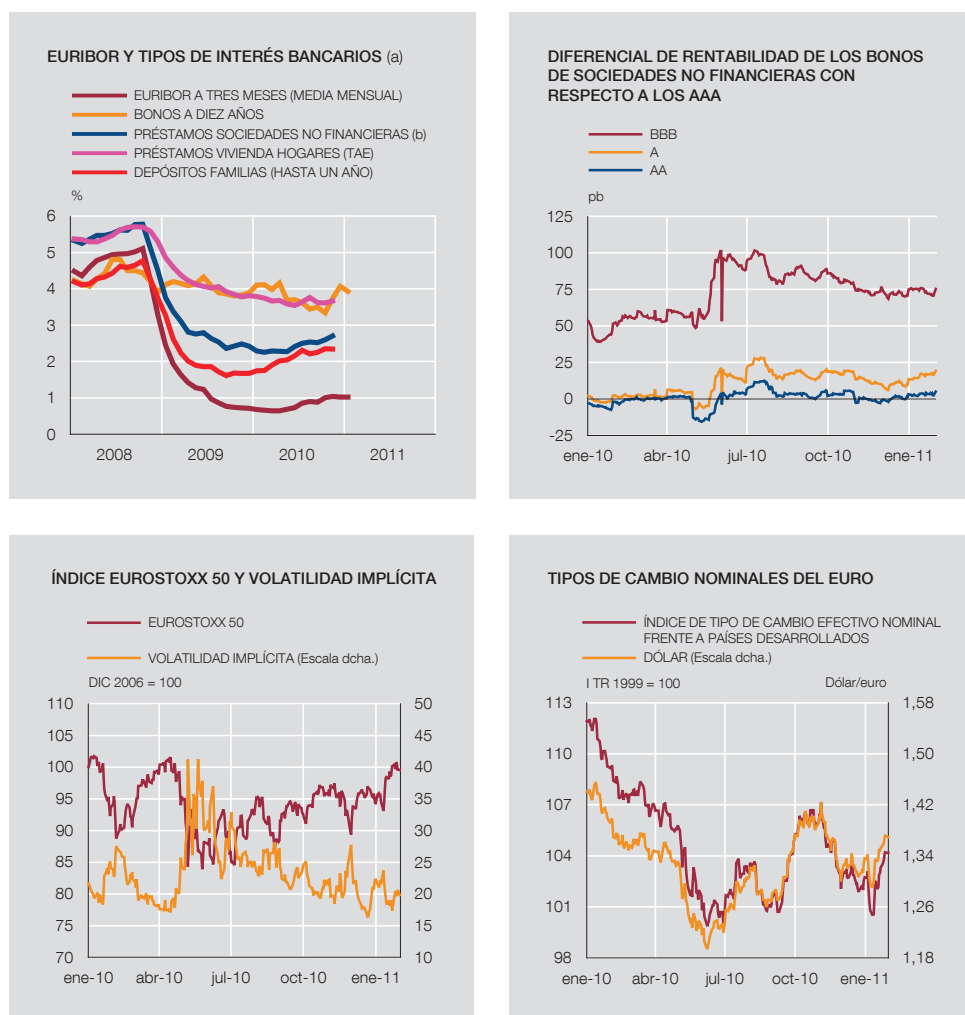
tre de 2011. También habilitó en diciembre una facilidad de liquidez con el Banco de Inglaterra, con la que podría facilitar libras esterlinas al sistema bancario hasta septiembre de 2011, aunque de momento no ha sido activada, y prorrogó hasta agosto el acuerdo con la Reserva Federal con el que extenderá la provisión de dólares a través de las subastas semanales. Finalmente, se reactivaron las operaciones del Programa para el Mercado de Valores, con compras que ascendieron a casi 13 mm de euros desde que se reiniciaron a mediados de noviembre, lo que eleva la cartera total adquirida por el BCE a algo más de 76 mm de euros.

Los tipos de interés del mercado interbancario prosiguieron la suave tendencia alcista, con un incremento de en torno a 15 pb desde finales de septiembre en las operaciones a más de un mes. Los EURIBOR a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en niveles medios algo superiores al 1 % y al 1,5 % en enero. El diferencial del EURIBOR con respecto a la rentabilidad de las operaciones *repo* en plazos equivalentes se mantuvo en registros superiores a los 60 pb en el EURIBOR a un año, lo que sigue apuntando tensiones en los mercados de financiación interbancaria. Los tipos a largo de la UEM se elevaron más de 50 pb durante el cuarto trimestre y enero, hasta niveles que superaron el 4 % en la referencia a diez años. El *Bund* alemán a diez años incrementó su tipo más de 90 pb desde finales de septiembre, hasta situarse por encima del 3 %. Como se ha comentado anteriormente, en la segunda mitad de enero los diferenciales soberanos se estrecharon de manera apreciable, situándose en niveles similares a los observados en los primeros días de noviembre, aunque la volatilidad continúa siendo muy elevada.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo experimentaron un ligero ascenso, de manera particular en los títulos del sector financiero y en los países más golpeados por la crisis soberana. En relación con el crédito, el coste de los préstamos bancarios otorgados al sector privado se mantuvo sin cambios significativos en la financiación a hogares durante octubre y noviembre, mientras que en el caso de las empresas se elevó ligeramente. Así, el tipo de las nuevas operaciones de préstamo de sociedades no financieras se situó en el 2,8 % en noviembre, frente a los niveles mínimos del 2,4 % en la primavera de 2010, aumento que fue más pronunciado en las operaciones de gran tamaño —mayores de un millón de euros—. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) referente al cuarto trimestre indica que los criterios de aprobación de nuevos préstamos no se relajaron en el último trimestre, ni se espera que lo hagan en los próximos meses. La EPB confirma el suave incremento de la demanda de financiación de las empresas no financieras, previendo una intensificación en el primer trimestre de 2011.

En relación con la financiación del sector privado, el saldo de las emisiones de deuda de las empresas no financieras creció a ritmos elevados, superiores al 8 % interanual en noviembre, dentro de cierta tendencia a la moderación. Los préstamos bancarios, en cambio, mantuvieron una suave recuperación en el último trimestre de 2010, que se explica por la mejora de la financiación a más corto plazo, la que está más ligada a la actividad productiva. En términos interanuales, los préstamos a empresas redujeron su caída, que se situó en el -0,2 en diciembre. Los préstamos a hogares se comportaron de manera estable, con un crecimiento interanual en torno al 3,7 % en la financiación a vivienda, mientras que la destinada al consumo prosiguió contrayéndose.

Los mercados bursátiles tuvieron un comportamiento muy divergente por país y sector. El EUROSTOXX se revalorizó más de un 1,5 % en el último trimestre del año, lo que situó la caída acumulada en 2010 en torno al 6 % (véase gráfico 13). Salvo el DAX alemán, que se revalorizó más de un 16 % en el año, las principales bolsas europeas registraron descensos en sus índices bursátiles, más acusadas en el sector financiero y en los países afectados por las



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.

tensiones soberanas. El cambio de sentimiento en enero, con la relajación de las tensiones en los mercados de deuda y la publicación de algunos datos económicos positivos en Estados Unidos y Europa, revirtió esta tendencia de manera generalizada, con ascensos cercanos al 6% del EUROSTOXX.

El tipo de cambio del euro no fue ajeno a la inestabilidad de los mercados de deuda soberana en el área y la pérdida de confianza de los inversores se tradujo en una depreciación del euro del 2% en el cuarto trimestre en términos efectivos, lo que supuso más de un 8% en el conjunto del año 2010, tendencia que fue parcialmente corregida a principios de 2011.

Por último, el agregado monetario M3 incrementó de manera sustancial su crecimiento en el cuarto trimestre, hasta una tasa del 1,7% interanual en diciembre, lo que se explicó por efectos base en la tasa y factores puntuales que elevaron el componente menos líquido de valores negociables.

## 4 La economía española

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el tercer trimestre de 2010 se produjo una pausa en el proceso de recuperación de la actividad económica, al registrar el PIB una variación intertrimestral nula, frente al crecimiento del 0,3 % del segundo trimestre. La demanda nacional disminuyó un 1,4 % en términos intertrimestrales, reflejando el impacto que tuvo la reversión de algunos de los efectos temporales que la impulsaron en la primera mitad del año. En cambio, la demanda exterior neta realizó una contribución positiva de la misma cuantía al crecimiento del PIB, que se explica porque la pérdida de dinamismo de la demanda nacional se trasladó a una intensa moderación de las importaciones. En términos interanuales, el producto creció un 0,2 %, dos décimas más que en el trimestre anterior.

De acuerdo con la última información disponible, en el cuarto trimestre la economía española habría retomado la senda de lenta recuperación mostrada en la primera mitad del año, alcanzando un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,2 % (véase gráfico 14). La demanda nacional, que no habría sido capaz de retomar el dinamismo del primer semestre del año, cayó un 0,4 % respecto al período anterior, mientras que la aportación de la demanda exterior fue positiva (en torno a seis décimas porcentuales), apoyada en la fortaleza de las exportaciones, en un contexto de mejora de nuestros mercados exteriores. En términos interanuales, se estima que el PIB creció un 0,6 %, cuatro décimas más que en el trimestre anterior.

En línea con esta evolución de la actividad, el retroceso del empleo se ralentizó en el cuarto trimestre, hasta una tasa de descenso estimada del 1,3 % en términos interanuales, 0,4 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 habría continuado siendo intenso. Por su parte, la remuneración por asalariado volvió a ralentizarse con el impacto añadido del recorte de los salarios públicos. Como resultado, los costes laborales unitarios en el conjunto de la economía, que venían cayendo desde el tercer trimestre de 2009, acentuaron ligeramente su ritmo de descenso. Finalmente, la tasa de variación del IPC repuntó de forma notable a lo largo del último trimestre del año, de forma que la inflación interanual se situó en el 3 % en diciembre —nueve décimas más que en septiembre—. Esta evolución estuvo determinada principalmente por el componente energético. No obstante, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— también se aceleró a lo largo del trimestre (hasta el 1,5 %, cuatro décimas más que al inicio del mismo).

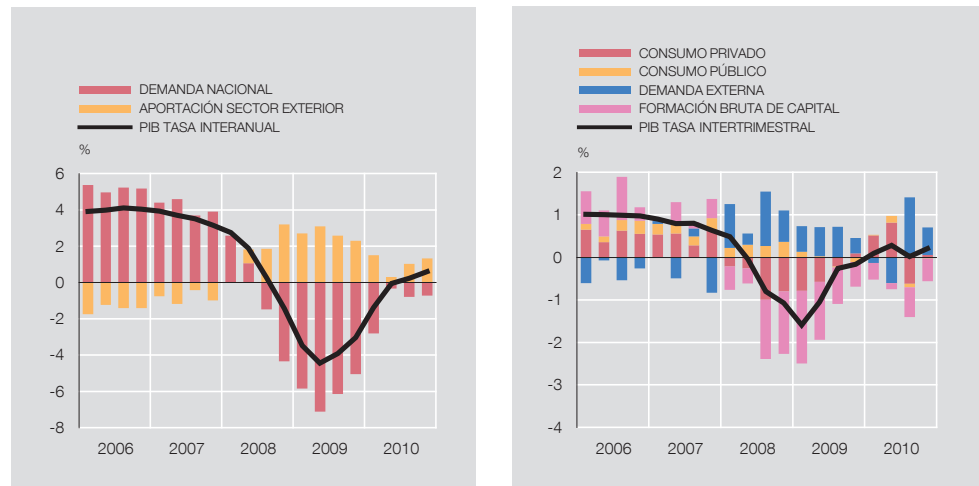
### 4.1 Demanda

En el cuarto trimestre de 2010, el consumo privado habría mostrado un crecimiento intertrimestral prácticamente nulo tras el intenso retroceso experimentado en el período precedente, lo que habría llevado a que la tasa interanual se mantuviera estable (véase gráfico 15). Como ya se ha señalado, en el tercer trimestre se produjo una intensa desaceleración del consumo, como consecuencia de la reversión de los efectos de un conjunto de factores que lo habían impulsado en la primera mitad del año. En parte, la debilidad del gasto de consumo de las familias en los tres meses finales del ejercicio apunta a una prolongación de la influencia negativa de esos factores de naturaleza transitoria. Pero se explica también por la existencia de un contexto poco propicio para esas decisiones de gasto, caracterizado por la evolución aún negativa del mercado laboral, la disminución del valor de la riqueza inmobiliaria, condiciones crediticias todavía relativamente restrictivas y aumentos impositivos. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos particulares moderaron en el cuarto trimestre su caída intertrimestral hasta el 2,8 % (tras el retroceso del 22 % del tercero). Asimismo, el índice de comercio al por menor registró una caída intertrimestral del 1,2 %, similar a la del ter-



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

GRÁFICO 14

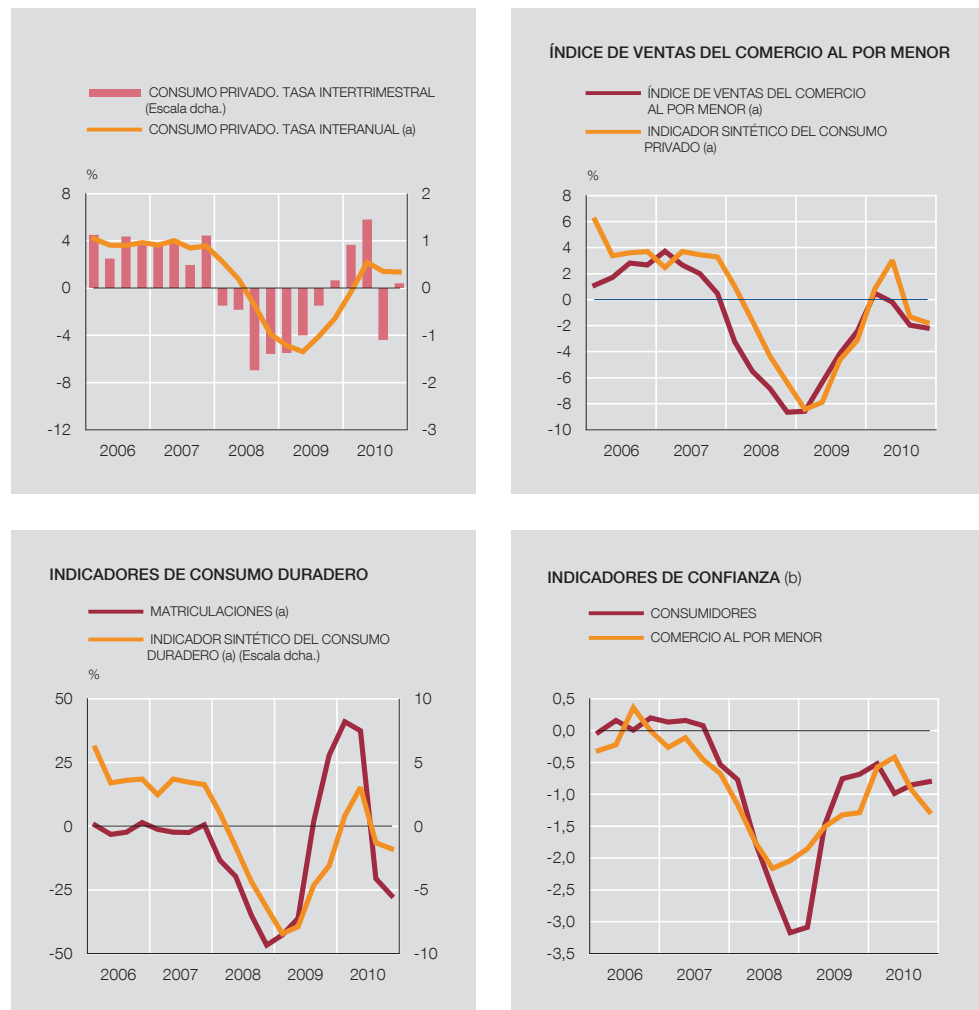


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

**CONSUMO PRIVADO**

GRÁFICO 15



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

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

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

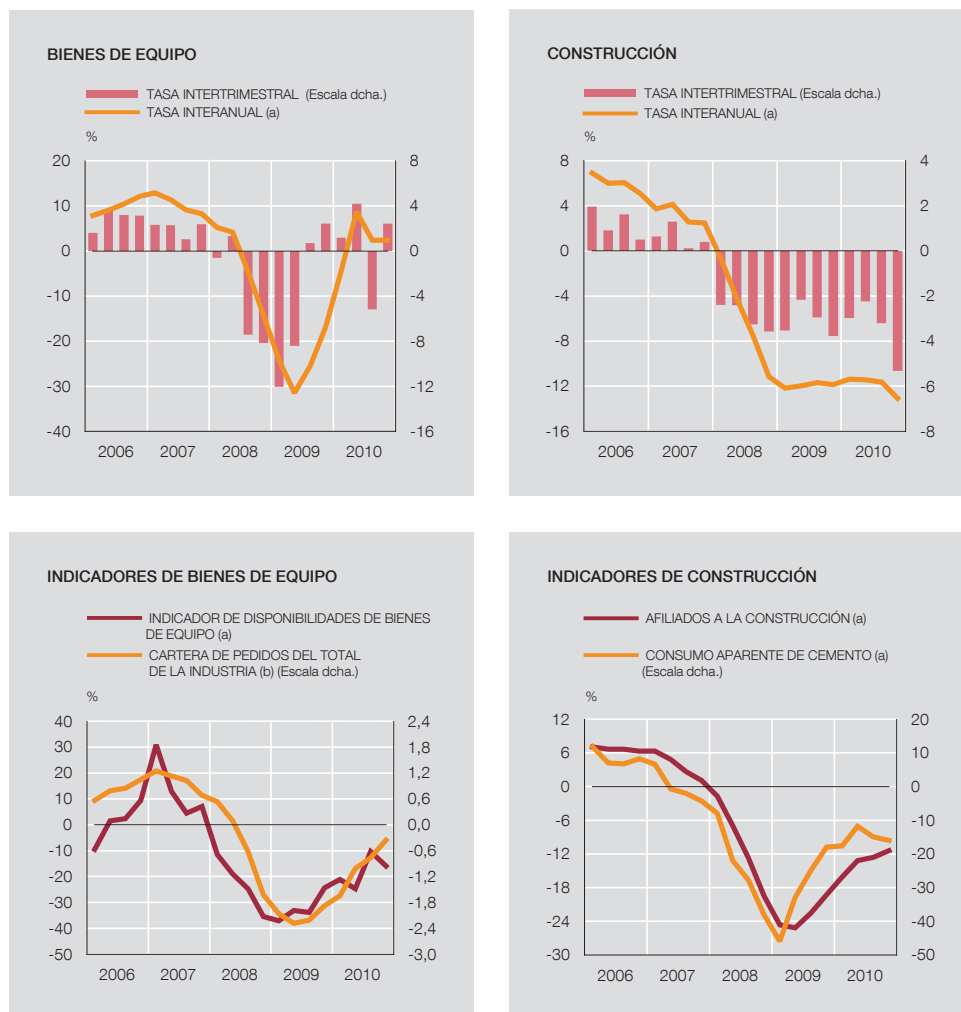
cer trimestre. Por el contrario, las ventas de grandes empresas moderaron su ritmo de caída interanual en octubre y en noviembre. Entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza de los consumidores de la Comisión Europea experimentó una ligera mejora en la media del cuarto trimestre, aunque con un perfil de deterioro a lo largo del mismo, mientras que la confianza de los comerciantes minoristas empeoró en el trimestre final del año. Ya en enero, el indicador de los consumidores experimentó una cierta mejora, mientras que el de los minoristas permaneció estable.

De acuerdo con la información disponible de las cuentas no financieras de los sectores institucionales (que abarca hasta el tercer trimestre de 2010), la renta de las familias intensificó ligeramente su ritmo de caída en términos acumulados de cuatro trimestres. Por un lado, esto fue resultado del descenso de la contribución de las rentas de la propiedad, que pasó a ser negativa, principalmente como consecuencia de la desfavorable evolución de los intereses. Por otro lado, la aportación positiva de las AAPP al sostenimiento de la renta de los hogares experimentó una nueva reducción, debida al comportamiento de los impuestos directos y de las prestaciones sociales. La evolución de estos dos componentes no pudo ser compensada por la de las rentas primarias (remuneración de asalariados y excedente), que atenuaron sus ritmos de descenso. Esta evolución de la renta disponible, en coincidencia con un aumento de la tasa de inflación, habría limitado el poder adquisitivo de las familias en los últimos meses y, con ello, las posibilidades de que la recuperación del consumo privado gane intensidad. De hecho, la trayectoria de la renta y del consumo que se ha descrito hasta el tercer trimestre dio lugar, de nuevo, a una caída de la tasa de ahorro, en esta ocasión de 1,2 pp, hasta situarse en el 14,4%, 3,6 pp menos que a finales de 2009.

Con respecto al consumo final de las AAPP, se estima que habría vuelto a mostrar un descenso intertrimestral en el cuarto trimestre, a tenor de la información disponible procedente de la ejecución presupuestaria del Estado.

Por su parte, la inversión en bienes de equipo habría registrado un crecimiento intertrimestral positivo en el cuarto trimestre, mientras que el ritmo de avance interanual se habría mantenido estable. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga cerraron el cuarto trimestre con un aumento intertrimestral del 7,8%, en contraste con la caída del 13,3% del tercer trimestre, mientras que las ventas de grandes empresas (con información hasta noviembre) habrían desacelerado en algo más de dos puntos su ritmo de retroceso interanual. Los datos de producción interior de bienes de equipo referidos a octubre y a noviembre también reflejan una atenuación de su contracción interanual en el tramo final del año, a la vez que las importaciones mantuvieron un fuerte dinamismo en esos mismos meses. Entre los indicadores cualitativos, la utilización de la capacidad productiva se habría incrementado en 1,1 pp al inicio del año. Además, la confianza de los empresarios en el sector industrial mejoró en el cuarto trimestre del año, tanto en el conjunto de las ramas manufactureras como en las productoras de bienes de equipo, mientras que, por el contrario, la confianza en los servicios empeoró en el mismo período. En enero, la evolución de estos indicadores fue la opuesta, aunque las variaciones fueron, en todo caso, pequeñas.

La información disponible de las cuentas no financieras de las sociedades no financieras para el tercer trimestre de 2010 también es favorable a una recuperación de la inversión en bienes de equipo, pues de ellas se desprende que estos agentes estarían recomponiendo su situación patrimonial, disminuyendo su ratio de endeudamiento y mejorando su rentabilidad. Con datos acumulados de cuatro trimestres, las necesidades de financiación experimentaron una notable corrección, hasta tornarse en una ligera capacidad de financiación, algo inédito en la serie histórica. Esta evolución se debió al incremento del ahorro empresarial, impulsado por el



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).

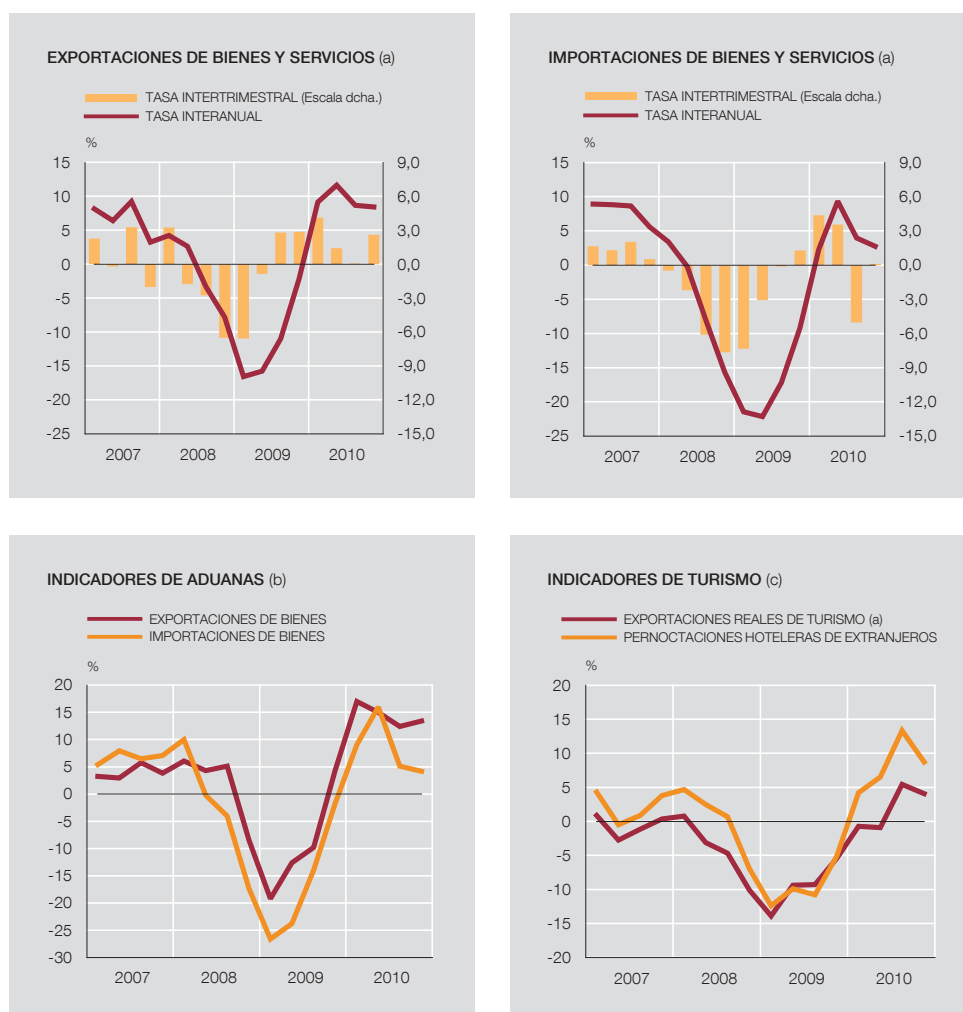
aumento del excedente, la disminución de la carga de intereses y el descenso de los impuestos pagados, mientras que la inversión de estos agentes continuó cayendo, pero con menor intensidad que en los trimestres precedentes.

El comportamiento contractivo de la inversión en construcción se habría agudizado en el cuarto trimestre de acuerdo con la información más actualizada (véase gráfico 16). Los indicadores del conjunto del sector relativos a los consumos intermedios, como el consumo aparente de cemento y el índice de producción industrial de materiales de construcción, mostraron una acentuación de los ritmos de caída interanual, mientras que, en cambio, los relativos al empleo presentaron retrocesos interanuales ligeramente más moderados que los del trimestre anterior. Esta evolución divergente es compatible con la intensificación del proceso de consolidación fiscal en el ámbito de la obra pública, menos intensiva en mano de obra que otros segmentos de la construcción. Adicionalmente, los indicadores de opiniones de los empresarios del sector procedentes 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 meses finales del año, evolución que se repitió en enero.

Por tipo de obra, la caída intertrimestral de la inversión en edificación residencial se habría moderado en relación con el trimestre precedente, como consecuencia de la disminución de la brecha negativa entre el número de viviendas iniciadas y el de terminadas. Además, las tendencias actuales de iniciación y terminación de viviendas conducirían a una prolongación de la trayectoria de disminuciones menos pronunciadas de la inversión en vivienda en los próximos trimestres. Por el lado de la demanda de activos residenciales, en el segundo semestre del año ha podido observarse un descenso significativo de las transacciones en el mercado de la vivienda, que probablemente cabe atribuir al efecto del adelantamiento de algunas decisiones de adquisición a los meses anteriores al aumento del IVA en julio. La información más reciente en este sentido, referida a noviembre, parece apoyar un comportamiento algo más dinámico de las transacciones en el tramo final del año pasado, que podría intensificarse en diciembre a la luz de la mejora de los indicadores de accesibilidad, derivada del descenso en el precio de la vivienda y, sobre todo, del impulso transitorio asociado a la eliminación parcial de la deducción fiscal en el IRPF por compra de vivienda a partir del pasado 1 de enero. Por su parte, los visados de edificación no residencial mostraron en el cuarto trimestre una severa pérdida de tono. Finalmente, la inversión en obra pública evolucionó desfavorablemente durante el último trimestre del año, como consecuencia de la intensificación del proceso de consolidación presupuestaria en el ámbito de las distintas Administraciones Públicas.

La última información disponible sobre la demanda exterior neta apunta a una nueva aportación positiva al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2010. En concreto, esa contribución se habría situado en 0,6 pp en términos intertrimestrales y en torno a 1,3 pp interanuales, tres décimas más que en el tercer trimestre. Esta mejora fue resultado de una evolución más dinámica de las exportaciones que de las importaciones (véase gráfico 17). La suave ralentización del avance interanual de las compras exteriores está en consonancia con la debilidad de la demanda nacional, especialmente del consumo de los hogares. La evolución interanual estimada es coherente con un estancamiento de la demanda de importaciones en tasa intertrimestral. Por su parte, las exportaciones mantuvieron una notable fortaleza en el cuarto trimestre de 2010, que se manifiesta en un crecimiento interanual análogo al del tercero, en un contexto internacional caracterizado por el fuerte avance de las economías emergentes —especialmente Asia y Latinoamérica— y por la consolidación de la recuperación en las economías desarrolladas, tal y como se desprende de los datos más recientes de comercio mundial de bienes, que mantienen tasas de avance elevadas. En cuanto a la evolución de los indicadores de competitividad, la información hasta noviembre señala que la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal permitió compensar el ligero avance que experimentaron los precios relativos, lo que se tradujo en una mejora de los índices de competitividad-precio frente a los países desarrollados.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 15 % en tasa interanual en el promedio de octubre y noviembre, acelerándose en comparación con el tercer trimestre, en el que crecieron un 11,7 %. En el bimestre octubre-noviembre, los grupos de bienes que experimentaron un comportamiento más dinámico fueron, según Aduanas, los bienes intermedios y de equipo, con tasas de avance del 31,4 % y del 25,8 %. Por áreas geográficas, la mejora se extendió tanto a las ventas reales dirigidas a la UE como, en mayor medida, a las destinadas a terceros mercados (con avances del 13 % y del 19,2 %, respectivamente). En la vertiente comunitaria cabe resaltar el buen tono de las ventas destinadas a nuestros principales mercados —Francia y Alemania, con tasas de crecimiento en torno al 13 %— y el dinamismo aún más pronunciado de las exportaciones dirigidas a Italia y al Reino Unido. En el ámbito no comunitario destacan los abultados avances que registraron las exportaciones a los países del sudeste asiático, China, Rusia y América Latina, en el entorno del 30 % interanual en todos los casos.



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 cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información de Balanza de Pagos, disponible hasta noviembre, apunta a una evolución favorable de esta rúbrica en el cuarto trimestre, aunque con un avance menos intenso que en el tercero. Los indicadores del turismo receptor han tendido a moderarse en términos interanuales en el cuarto trimestre, evolución que está relacionada, al menos parcialmente, con las dificultades para los desplazamientos por vía aérea inducidas por el conflicto de los controladores aéreos españoles y por la desfavorable climatología en el centro y norte de Europa. Así, el indicador de pernoctaciones hoteleras efectuadas por viajeros extranjeros procedente de la Encuesta de Ocupación Hotelera creció un 8,9% en el cuarto trimestre, lo que supone una desaceleración de más de 3 pp frente al trimestre anterior. Por su parte, el crecimiento de las entradas de turistas extranjeros se ralentizó en una magnitud similar, hasta el 1,4%, debido a los retrocesos de las llegadas de turistas británicos y alemanes, mientras que los nórdicos e italianos aceleraron los elevados ritmos de expansión mostrados en el tercer trimestre. Asimismo, el gasto nominal de los visitantes extranjeros, de acuerdo con EGATUR, alcanzó un crecimiento interanual del 4,4% en el promedio de octubre y noviembre (4,3% en el tercer trimestre), acompañado por un ligero avance del gasto por turista (del 0,8%). En cuanto a las exportaciones de servicios

no turísticos, los indicadores de Balanza de Pagos anticipan un tono positivo en el cuarto trimestre, en consonancia con la evolución del tráfico de mercancías.

En la vertiente importadora, las compras exteriores de bienes crecieron, de acuerdo con Aduanas, un 2,8% en términos interanuales en el bimestre octubre-noviembre, lo que supone una ralentización de 2 pp con respecto a la tasa observada en el tercer trimestre. En el promedio de los once primeros meses del año, las importaciones reales de Aduanas aumentaron un 8,6%, en claro contraste con el desplome que acusaron en el conjunto de 2009 (-17,4%). Por grupos de productos, en el período octubre-noviembre el mayor vigor descansó en las compras exteriores de bienes intermedios no energéticos (13,9%) y en las de bienes de equipo (9,1%). Por el contrario, las importaciones de bienes de consumo intensificaron su descenso hasta el -17,3%, como consecuencia del retroceso en el componente de bienes no duraderos, pues los duraderos moderaron su recorte interanual tras las fuertes caídas del tercer trimestre.

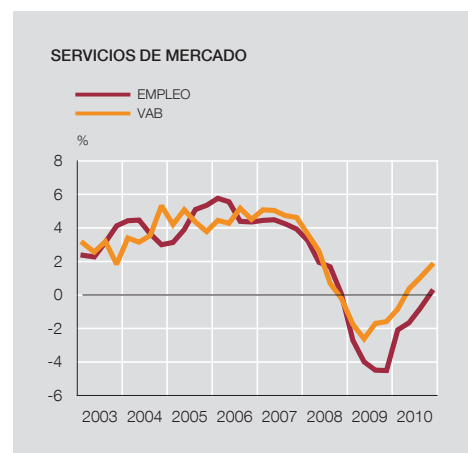
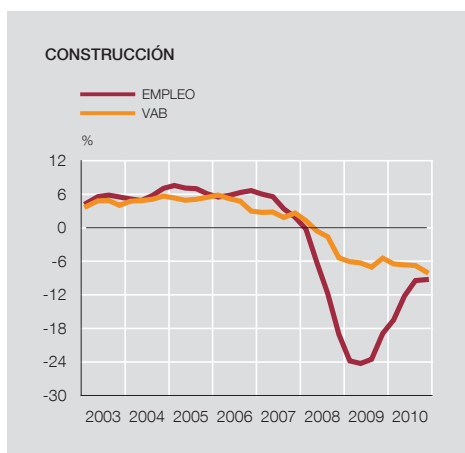
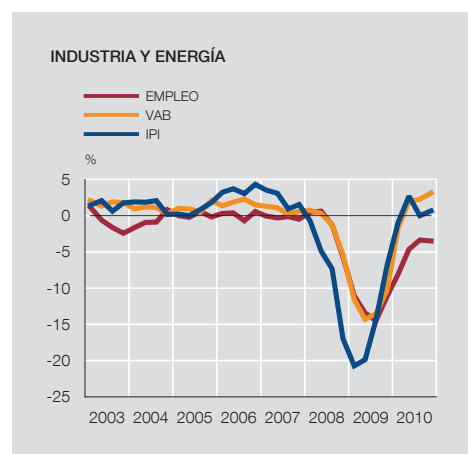
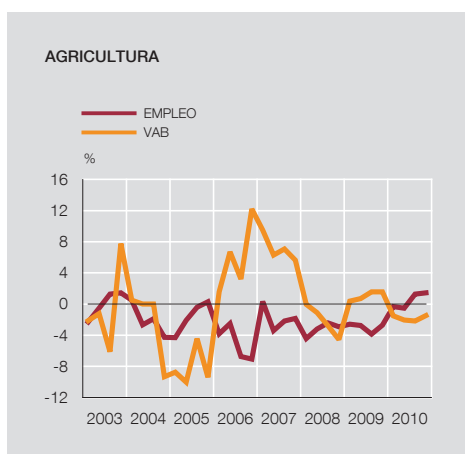
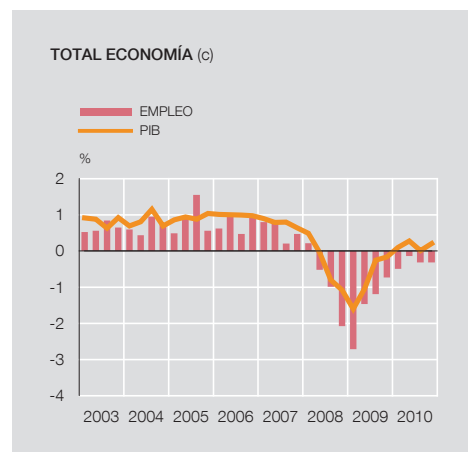
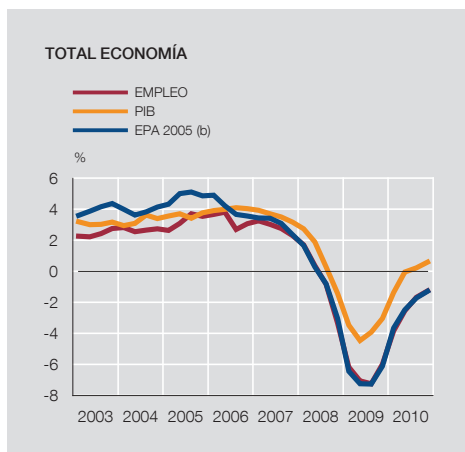
En cuanto a las importaciones reales de servicios, los indicadores disponibles apuntan a un cierto deterioro en el cuarto trimestre de 2010, como consecuencia del debilitamiento del componente de servicios no turísticos, mientras que las importaciones turísticas mantienen un tono dinámico.

#### **4.2 Producción y empleo**

Durante el cuarto trimestre del año, el valor añadido bruto de la economía de mercado experimentó un modesto avance en términos intertrimestrales, de magnitud análoga al del trimestre anterior. No obstante, esto resultaría de una evolución divergente por ramas, estimándose que se produjo un fortalecimiento de la actividad de las ramas de la industria y energía en comparación con el trimestre anterior, mientras que, por el contrario, la construcción y los servicios de mercado habrían mostrado un comportamiento más desfavorable (véase gráfico 18).

En concreto, la información disponible de los indicadores referidos a la industria apunta a un retorno a tasas intertrimestrales positivas de crecimiento del valor añadido, tras el retroceso que registró esta rama en el tercer trimestre. En concreto, el índice de producción industrial (IPI) volvió a recuperar cierto pulso en el tramo final del año, lo que le habría permitido, a falta del dato de diciembre, cerrar el año con tasas de variación positivas en el conjunto del ejercicio, tras la contracción de casi 16 pp en 2009. Por su parte, los indicadores de empleo siguieron atenuando su ritmo de caída en el cuarto trimestre y los indicadores de opinión mostraron también una evolución más positiva en ese período. El sector de la construcción intensificó su ritmo de caída del valor añadido, como consecuencia, como se ha mencionado, de la fuerte contracción de la obra civil asociada al proceso de consolidación fiscal que están llevando a cabo las distintas AAPP.

Los indicadores disponibles relativos a los servicios de mercado mostraron un tono de menor pujanza que el trimestre anterior. Entre los indicadores cualitativos, el PMI de servicios volvió a situarse claramente por debajo del nivel 50 de referencia en el período octubre-diciembre, contrastando con el panorama más favorable que se dibuja para el conjunto del área del euro. Asimismo, la encuesta de opinión de la Comisión Europea relativa al sector de servicios registró también un retroceso en el trimestre final del año (si bien el dato de enero corrigió parcialmente ese descenso). Por su parte, la información disponible de los indicadores cuantitativos relativa al cuarto trimestre corrobora la relativa debilidad del sector. En concreto, el número de afiliados, que se mantuvo inalterado en términos intertrimestrales, experimentó un modesto crecimiento interanual del 0,4%. Por último, los datos del índice de actividad del sector servicios y de ventas de grandes empresas, con información hasta noviembre, siguen mostrando caídas interanuales, aunque menos pronunciadas que en el tercer trimestre.



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

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

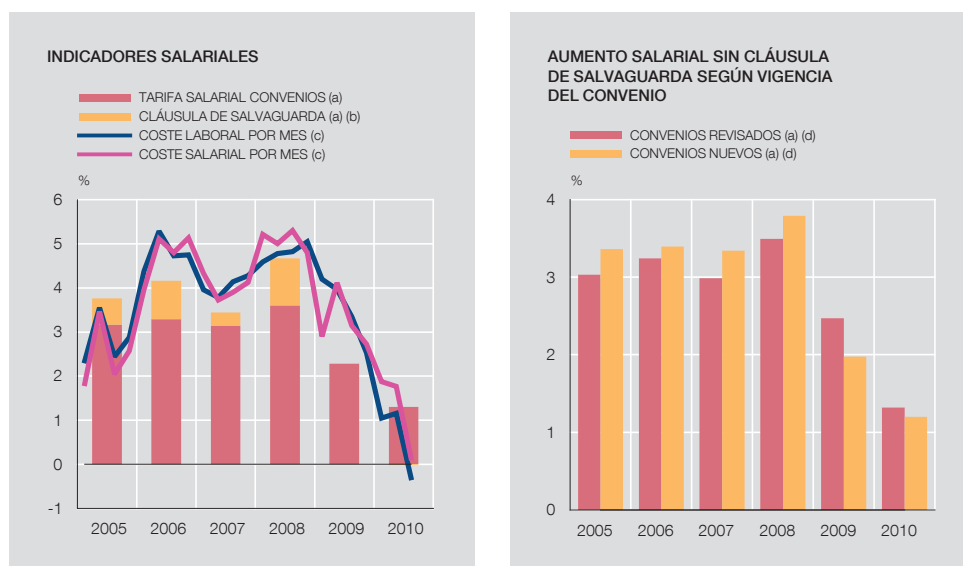
En el mercado de trabajo, los indicadores mensuales mostraron una ligera moderación en el ritmo de caída interanual del empleo durante el cuarto trimestre del año. Así, la afiliación media a la Seguridad Social mostró una progresiva —aunque suave— mejora a lo largo del trimestre, hasta disminuir un 1,3%, tres décimas menos pronunciada que en el tercer trimestre. No obstante, en términos intertrimestrales, la serie ajustada de estacionalidad muestra una estabilidad en el ritmo de caída, con un descenso similar al de trimestres anteriores (-0,3%). Por su parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) evolucionó en el cuarto trimestre de forma similar a como lo hizo en el tercero (con un crecimiento interanual del 2,5%), observándose una aceleración en la contratación indefinida, provocada principalmente por el buen comportamiento de las conversiones de contratos temporales a indefinidos (15,5%), ya que los indefinidos iniciales continuaron registrando retrocesos, aunque a menor ritmo.

Por su parte, la EPA del cuarto trimestre muestra una caída interanual del empleo del -1,3%, inferior en 0,4 pp a la del trimestre anterior. La construcción y los servicios no de mercado son las únicas ramas que experimentaron un comportamiento peor que en el trimestre precedente. Las restantes ramas presentaron un comportamiento mejor, con tasas interanuales positivas en agricultura y servicios. La ralentización en el ritmo de caída del empleo afectó exclusivamente al colectivo de no asalariados, que disminuyeron un 1,9%, frente al 4,0% del trimestre pasado, mientras que los asalariados mantuvieron el descenso del 1,2% del trimestre precedente. Por nacionalidad, la intensidad de destrucción de puestos de trabajo se ralentizó tanto entre los trabajadores extranjeros, con una caída del empleo del 1,5%, como entre los trabajadores españoles (-1,2%). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales volvieron a moderar su ritmo de caída interanual (-2,2%), aunque mantiene un ajuste superior al observado en el colectivo con empleo indefinido, que disminuyó un 0,8%. Como resultado, la ratio de temporalidad se redujo ligeramente hasta el 24,8%, ocho décimas inferior a la observada el trimestre anterior y tres décimas inferior a la existente un año antes (25,1%). Por último, la contratación a tiempo parcial detuvo prácticamente el ritmo de crecimiento que presentaba desde principios de año con un aumento del 0,2%, mientras que los ocupados a tiempo completo disminuyeron un 1,5%. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 13,4%, frente al 13,3% de un año antes.

La población activa avanzó al mismo ritmo que el trimestre anterior (0,6%), en un entorno de estabilidad de la población mayor de 16 años (0,2%) y ligero aumento interanual de la tasa de actividad, que se situó en el 60%, frente al 59,8% observado en el cuarto trimestre de 2009. Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina aumentó un 2,1% en el cuarto trimestre, mientras que el colectivo masculino intensificó ligeramente su senda descendiente (del -0,4% del tercer trimestre al -0,6% del cuarto). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera cayeron un 0,6%, en línea con el proceso de reducción de la población extranjera (-0,6% en términos interanuales). Como resultado, la tasa de actividad de este colectivo se situó en el 76,2%, prácticamente igual 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%.

Finalmente, el desempleo aumentó en 121.900 personas respecto al tercer trimestre, de forma que el número de parados se situó en los 4,7 millones. En términos interanuales, el avance del paro se moderó hasta una tasa de variación interanual del 8,6%, por debajo del 10,9% del trimestre precedente. Por su parte, la tasa de paro aumentó en cinco décimas en el trimestre, hasta alcanzar el 20,3% de la población activa. De igual forma, los datos del paro registrado del SPEE confirmaron la progresiva moderación de la senda de deterioro del mercado de trabajo, con un aumento del número de parados en el cuarto trimestre de 2010 del 6%, frente al 9,3% del tercer trimestre.





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

a. El último año, con información de convenios colectivos hasta diciembre de 2010.

b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.

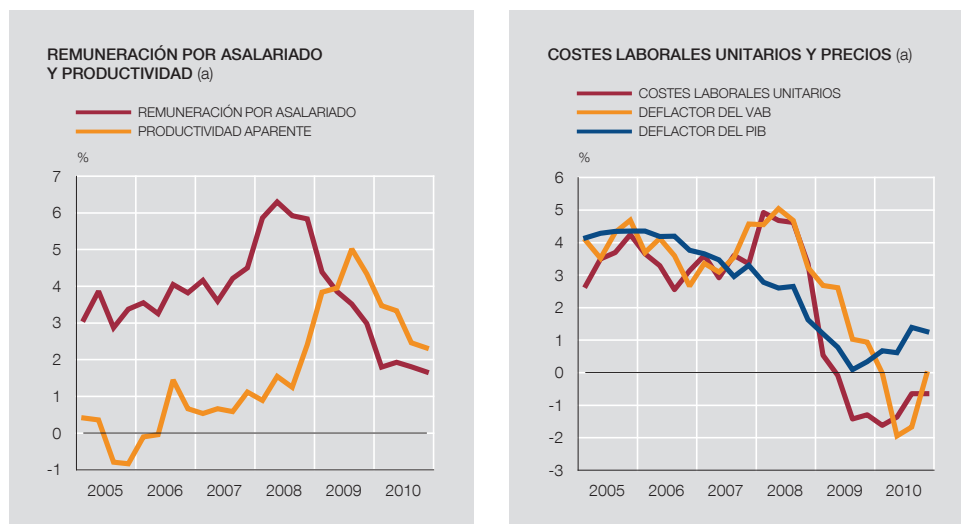
c. ETCL. Tasas de variación interanuales.

d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

### 4.3 Costes y precios

Las subidas pactadas de las tarifas salariales en el conjunto del año 2010 ascendieron al 1,3 % (véase gráfico 19). Esto supone una notable moderación en comparación con 2009, que resulta más acorde con la desfavorable situación del mercado laboral. A estos menores incrementos contribuyó el acuerdo firmado por los agentes sociales en febrero del año pasado, que fijó el 1 % como límite superior para el aumento de las tarifas en 2010. No obstante, los crecimientos acordados en los convenios de nueva firma superaron ligeramente esta tasa. Por su parte, la desfavorable evolución del IPC en meses recientes podría estar afectando ya a los incrementos salariales, como parece indicar el hecho de que los convenios firmados en la última parte de 2010 hayan incluido por término medio subidas de las tarifas algo superiores a las acordadas en meses anteriores. Este leve repunte de los salarios pactados se produce, además, en un contexto en que una proporción importante de los convenios se encuentra aún pendiente de firma. En concreto, los convenios registrados hasta diciembre afectan a 7,1 millones de trabajadores, cifra inferior en un tercio a la registrada en 2009. Finalmente, el actual rebrote inflacionista podría impactar negativamente sobre la moderación salarial a través de la cláusula de salvaguarda, cuya presencia, aunque menor que en años anteriores, es aún importante, pues afecta a un 45,8 % de trabajadores, frente al 70,5 % de diciembre de 2009. Dada la naturaleza transitoria de la actual perturbación inflacionista, resulta deseable que los márgenes y los salarios no reaccionen ante ella tratando de preservar su nivel en términos reales, tal y como se analiza en el artículo sobre «La evolución reciente de la inflación española y perspectivas a corto plazo» en este mismo Boletín.

En términos de la CNTR del cuarto trimestre de 2010, se espera que el ritmo de expansión de la remuneración por asalariado en el total de la economía haya experimentado una moderación adicional a la estimada por el INE para el tercer trimestre, período en el que esta variable creció a una tasa interanual del 0,5 %, 1 pp menos que en el segundo (véase gráfico 20). Esta ralentización en el último trimestre se explica casi en su totalidad por la



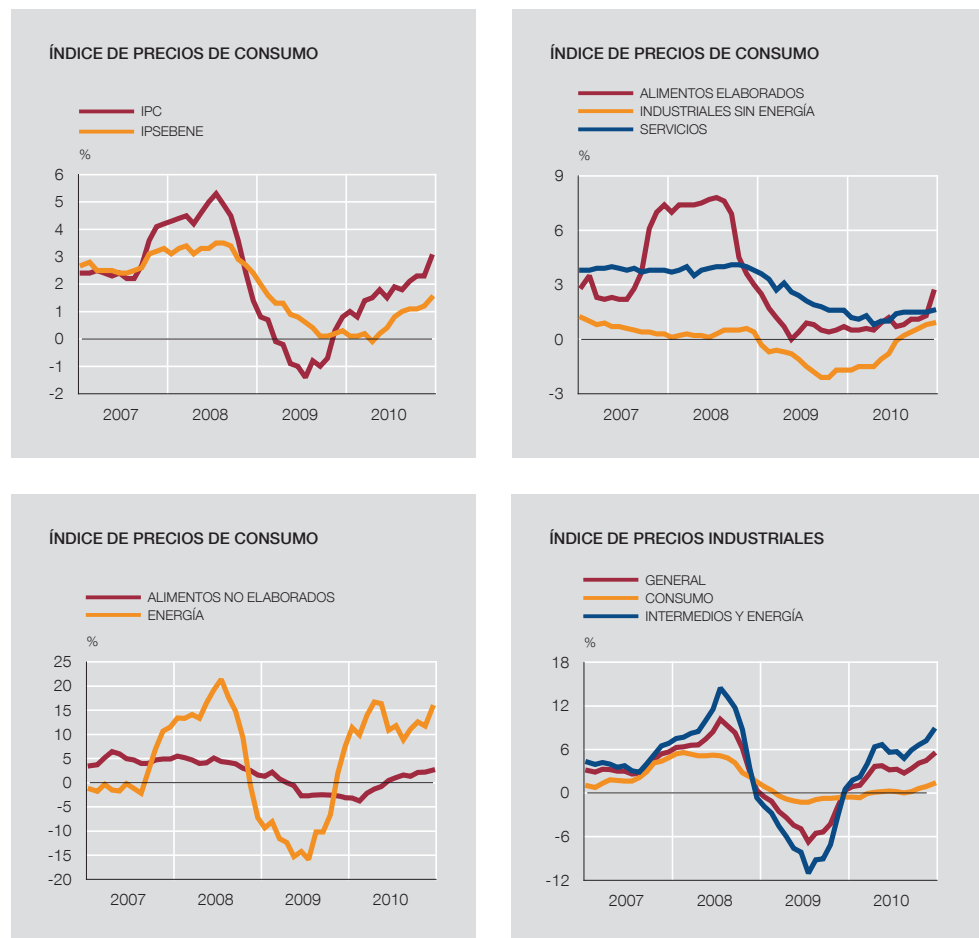
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

evolución observada en los servicios no de mercado. En conjunto, en 2010 el incremento de la remuneración en la economía de mercado es superior a los incrementos salariales acordados en la negociación colectiva, lo que refleja el fenómeno de deriva positiva habitualmente observado en períodos de destrucción de empleo, debido a un efecto de composición según el cual la pérdida de puestos de trabajo incide de forma más que proporcional sobre los empleos con una remuneración inferior a la media. En el cuarto trimestre, el crecimiento algo menor de los salarios de Contabilidad Nacional, junto con el mantenimiento del dinamismo del ritmo de avance de la productividad, habría conducido a un descenso de los costes laborales unitarios en la economía de mercado, de magnitud similar a la del trimestre anterior.

Los deflatores de la mayor parte de los componentes de demanda mantuvieron, en el cuarto trimestre del año, crecimientos interanuales similares a los del trimestre anterior. La mayor novedad vendría dada por la desaceleración del deflactor del consumo público, explicada por el recorte de los salarios públicos. Tanto la tasa de variación del componente interior de la inflación como la del componente exterior (medidos, respectivamente, por los deflatores del PIB y de las importaciones) habrían experimentado una estabilización, aunque en valores superiores a los de principios del año.

Los distintos indicadores de precios de consumo continuaron acelerándose a lo largo del cuarto trimestre. La tasa interanual del IPC creció hasta el 3% en diciembre, nueve décimas más que al final del trimestre anterior. Aunque por componentes el comportamiento alcista de la inflación fue generalizado (véase gráfico 21), esta evolución se explica, sobre todo, por la energía, cuyo precio se encareció entre septiembre y diciembre en 4,5 pp, hasta el 15,6%, reflejando la subida de los carburantes, aunque también de otros subcomponentes, como la electricidad y el gas. La aceleración de los precios de los alimentos también fue destacable (1,4 pp, hasta el 2,6%). Por el contrario, el repunte fue más moderado en el caso de los bienes industriales no energéticos y, sobre todo, en el de los servicios. Como resultado de la evolución de los distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— elevó su ritmo de variación en menor medida que el IPC (concretamente en cuatro décimas, hasta el 1,5%). El INE ha comenzado a publicar un



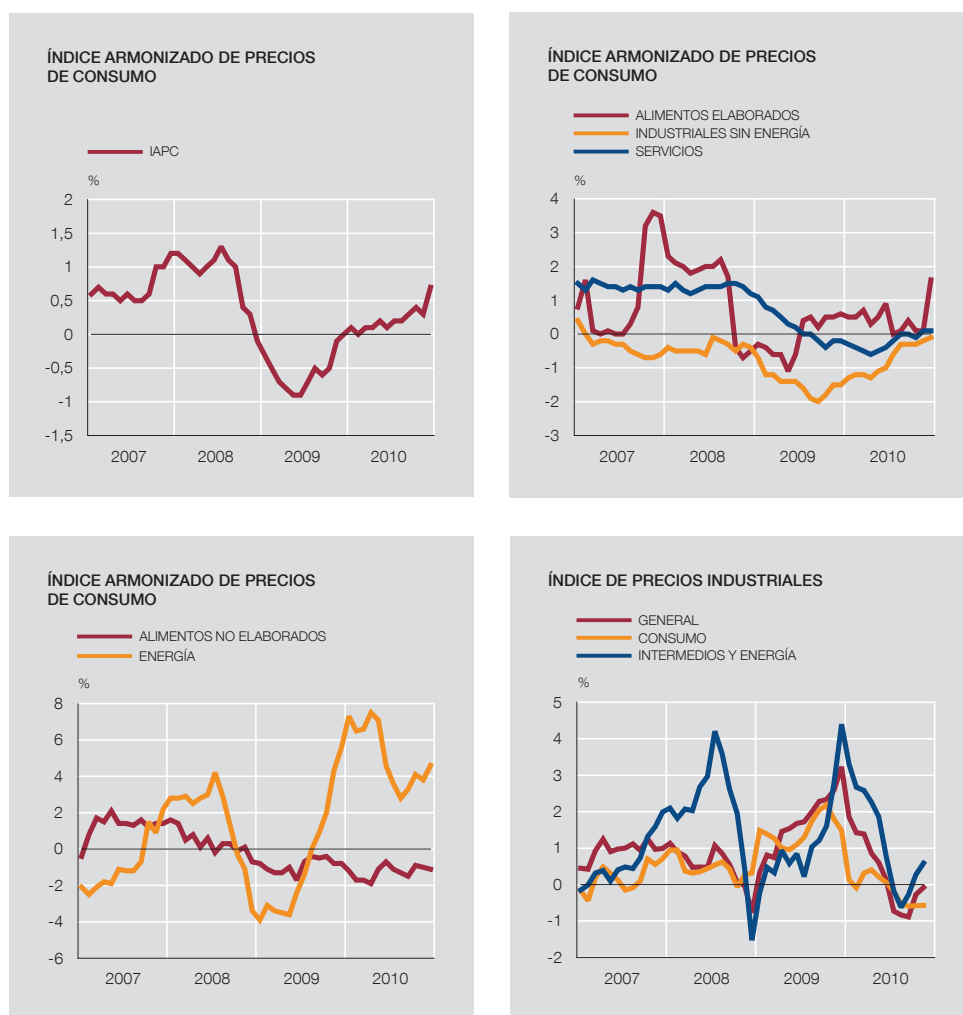
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

indicador adelantado del IPC, según el cual el incremento de los precios de consumo se habría situado en enero en el 3,3 %.

El repunte de la inflación, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue más intenso en España que en el área del euro, con lo que el diferencial se amplió entre septiembre y diciembre en cuatro décimas, hasta 0,7 pp (véase gráfico 22). Las tasas de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados y los bienes industriales no energéticos continuaron siendo inferiores en España, aunque en magnitud algo menor. Se observó una ampliación de los diferenciales positivos de los componentes energético y de alimentos elaborados, en tanto que el correspondiente a los servicios siguió siendo cercano a cero. Como resultado, el diferencial en la inflación subyacente aumentó hasta 0,3 pp, tras haber sido nulo en septiembre. Atendiendo al indicador adelantado del IAPC para el mes de enero, este diferencial se habría reducido en una décima, tras registrarse en España una tasa de variación interanual del 3 %, frente al 2,9 % del mes anterior, mientras que en el conjunto de la UEM la tasa de inflación se situaría en el 2,4 %, dos décimas más que en diciembre.

El índice de precios industriales también experimentó una trayectoria alcista a lo largo del cuarto trimestre del año, al repuntar desde el 3,4 % en septiembre al 5,3 % en diciembre. Como en el caso del IPC, esta aceleración fue debida a la evolución de todos los componen-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

tes, si bien fue comparativamente más pronunciada en el caso del energético. En comparación con el área del euro, los diferenciales siguieron siendo negativos en todos los casos, salvo por lo que respecta a la energía y a los bienes de consumo duradero. Finalmente, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales acentuaron sus ritmos de avance interanual, alcanzando en el mes de noviembre tasas del 9,2% y del 5,6%, respectivamente. En ambos casos, los precios de la energía aminoraron su ritmo de crecimiento, si bien estos continuaron siendo elevados.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

De acuerdo con la información más reciente de las cuentas trimestrales de las AAPP en términos de Contabilidad Nacional, el sector registró, en el tercer trimestre del año pasado, un déficit del 10,2% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres, inferior al máximo del 11,6% del PIB alcanzado en el primer trimestre de 2010. Esta mejoría, que confirma el cambio de orientación de la política presupuestaria, se debió, sobre todo, a la considerable aceleración de los ingresos, hasta una tasa interanual acumulada del 4,7%, aunque también contribuyó la contención de los gastos, que redujeron su tasa de crecimiento hasta el 1,3%.

Por agentes, de acuerdo con un avance provisional publicado por el Ministerio de Economía y Hacienda, la Administración Central, que incluye al Estado y a los organismos autónomos depen-

Millones de euros y %

	Liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Avance de liquidación	Variación porcentual 2010/2009	Liquidación			
					Liquidación ene-sep	2009 ene-nov	2010 ene-nov	Variación porcentual
					Variación porcentual 2010/2009	6	7	8 = 7 / 6
	1	2	3	4 = 3 / 1	5			
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	102.038	-21,1	121.551	19,1	31,1	95.092	119.210	25,4
Impuestos directos	54.096	-27,0	58.270	7,7	11,9	51.955	57.057	9,8
IRPF	30.432	-29,9	39.950	31,3	35,4	28.826	37.055	28,5
Sociedades	20.188	-26,1	14.648	-27,4	-21,3	19.947	16.489	-17,3
Otros (a)	3.476	2,8	3.672	5,7	7,6	3.182	3.512	10,4
Impuestos indirectos	28.664	-26,9	48.769	70,1	99,1	27.900	49.735	78,3
IVA	15.784	-36,7	35.032	121,9	180,1	16.081	37.445	132,8
Especiales	10.141	-9,6	10.884	7,3	6,4	9.297	9.515	2,4
Otros (b)	2.739	-11,2	2.853	4,1	7,5	2.522	2.775	10,0
Otros ingresos	19.277	20,4	14.511	-24,7	-19,5	15.237	12.419	-18,5
2 PAGOS NO FINANCIEROS	189.319	27,8	183.654	-3,0	-2,2	163.601	162.257	-0,8
Personal	26.570	5,3	26.973	1,5	2,7	22.952	23.181	1,0
Compras	4.860	7,2	4.409	-9,3	-2,3	4.007	3.542	-11,6
Intereses	17.650	10,8	22.237	26,0	9,1	17.342	19.516	12,5
Transferencias corrientes	112.412	35,8	105.297	-6,3	-2,9	95.659	95.404	-0,3
Inversiones reales	10.468	-1,6	8.458	-19,2	-11,0	8.900	7.352	-17,4
Transferencias de capital	17.360	94,1	16.280	-6,2	-14,1	14.741	13.263	-10,0
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-87.281	—	-62.103	—	—	-68.508	-43.047	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
TOTAL	116.779	-15,9	133.578	14,4	19,8	109.866	127.752	16,3
IRPF	63.857	-10,5	67.601	5,9	5,6	59.809	62.610	4,7
IVA	33.573	-30,1	45.625	35,9	57,1	32.299	46.947	45,4
Especiales	19.349	-1,1	20.352	5,2	4,2	17.758	18.195	2,5

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.

dientes del mismo, habría cerrado el ejercicio de 2010 con un déficit en términos de Contabilidad Nacional de 53.444 millones de euros, lo que equivale a un 5,1 % del PIB. Este dato provisional es coherente con un cumplimiento holgado por parte de la Administración Central del Estado de su objetivo de déficit para el pasado año, establecido en el 5,9 % del PIB. Por su parte, la última información publicada completa corresponde al mes de noviembre, según la cual el Estado registró hasta ese mes un déficit de 38,8 mm de euros (el 3,7 % del PIB) en términos de Contabilidad Nacional, cifra muy inferior a los 71,5 mm (6,8 % del PIB) correspondientes al mismo período de 2009. En la misma línea apunta la información sobre las cuentas del Estado según el criterio de caja, que registraron un déficit de 43 mm de euros hasta noviembre de 2010, frente a los 68,5 mm observados hasta el mismo mes del ejercicio anterior. Bajo este criterio contable, los ingresos del Estado experimentaron un aumento del 25,4 % hasta noviembre, mientras que los pagos se contrajeron ligeramente, con una tasa de variación del -0,8 %. Ambas tasas son superiores a las previstas en el Avance de Liquidación incluido en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2011, en particular en el caso de los ingresos (véase cuadro 4).

Para la descripción de la evolución de los ingresos públicos se cuenta, además, con la información sobre la recaudación relativa a las principales figuras impositivas, por lo que se refiere

	Millones de euros y %				Liquidación		
	Presupuesto inicial 2009	Variación porcentual 2009/2008	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010/2009	2009 ene-sep	2010 ene-sep	2010 ene-sep
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	164.585	-2,0	150.887	-8,3	—	95.045	-13,5
Impuestos directos	36.516	18,8	29.955	-18,0	—	22.158	-23,0
Impuestos indirectos	44.663	-20,3	36.114	-19,1	—	25.059	-12,7
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.819	4,5	4.882	1,3	—	3.763	3,9
Transferencias corrientes	68.502	1,5	71.088	3,8	—	41.167	-9,7
Ingresos patrimoniales	592	6,4	551	-6,9	—	222	-37,0
Enajenación de inversiones reales	633	0,4	518	-18,1	—	131	-22,7
Transferencias de capital	8.861	8,4	7.778	-12,2	—	2.544	-3,7
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	174.801	3,8	175.336	0,3	—	108.106	-2,5
Personal	55.335	5,7	56.506	2,1	—	43.106	-0,2
Compras	28.924	3,2	29.469	1,9	—	18.721	-4,7
Intereses	2.741	10,1	3.714	35,5	—	1.887	12,4
Transferencias corrientes	55.752	4,9	55.722	-0,1	—	32.308	-2,4
Fondo de contingencia y otros imprevistos	209	19,2	237	13,6	—	—	—
Inversiones reales	15.975	-2,5	13.280	-16,9	—	5.572	-10,8
Transferencias de capital	15.865	0,5	16.408	3,4	—	6.512	-6,6
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b>	-10.215		-24.450	—	—	-13.061	—

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

tanto a la parte asignada al Estado como a la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. De acuerdo con estos datos, el dinamismo de los ingresos se atenuó ligeramente en los últimos meses de 2010. En el caso del IRPF, el efecto de la eliminación de la deducción de hasta 400 euros se compensó, en parte, en la segunda mitad del año por la incidencia sobre las retenciones de la bajada del 5 % en los salarios públicos. En cuanto al impuesto sobre sociedades, el ritmo de crecimiento acumulado ha experimentado una mejora reciente, debido al segundo pago fraccionado del año. Pese a ello, la recaudación entre enero y noviembre fue un 17,3 % inferior a la registrada en el mismo período de 2009.

Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA continuó registrando los incrementos más acusados —del 45,4 % en datos acumulados hasta noviembre—. Esta evolución se debe, sobre todo, al retorno a un nivel de recaudación más acorde con el de las bases impositivas, después de que la decisión de generalizar el régimen de devoluciones mensuales en 2009 produjera en ese año un aumento transitorio de tales devoluciones, lo que redujo de forma extraordinaria los ingresos netos de ese año. A este efecto se ha unido, además, una disminución muy acusada de la solicitud de devoluciones en el año 2010. Los impuestos especiales, por su parte, se desaceleraron en el tercer trimestre, al desaparecer el efecto positivo sobre la recaudación que habían estado teniendo en la primera mitad del año las subidas de tipos en los impuestos sobre hidrocarburos y tabaco aprobadas a mediados de 2009.

Por su parte, la ligera disminución de los pagos de caja del Estado en términos acumulados hasta noviembre implica una suave aceleración con respecto a meses anteriores, lo que se debió, sobre todo, a las transferencias, en especial las destinadas a otras Administraciones Públicas. En el mismo sentido, se produjo una intensificación de los pagos por intereses (hasta un 12,5 %). Por el contrario, son destacables la contención que viene observándose en los

Las Comunidades Autónomas (CCAA) han alcanzado un peso muy significativo en el conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP). Según las últimas cifras disponibles, del año 2009, las CCAA recibieron el 38,7 % de los impuestos corrientes recaudados y gestionaron el 35,7 % del total de gastos. Entre estos últimos, cabe destacar que las CCAA fueron responsables de más del 90 % del gasto público en salud y en educación. Estas cifras subrayan la necesidad de prestar atención a la actividad presupuestaria de las CCAA, en particular en relación con su necesaria contribución a la estabilidad presupuestaria. El nuevo sistema de financiación de las CCAA de régimen común, que entró en vigor plenamente el pasado 1 de enero, aumenta además, de manera significativa, los porcentajes de cesión a las CCAA del IRPF (del 33 % al 50 %), del IVA (del 35 % al 50 %) y de los impuestos especiales de fabricación (del 40 % al 58 %).

De acuerdo con la última información disponible, el déficit de las CCAA en términos de Contabilidad Nacional alcanzó el -2,0 % del PIB a finales de 2009, y debería situarse en el -3,1 % y en el -3,3 % del PIB a finales de 2010 y 2011, respectivamente, de acuerdo con las previsiones oficiales (-2,4 % y -1,3 % del PIB en 2010 y 2011, si se elimina el efecto de los aplazamientos de pago de las CCAA al Es-

tado como resultado de la liquidación definitiva de ingresos de los años 2008 y 2009)<sup>1</sup>. Los datos de ejecución de los presupuestos de las CCAA hasta el tercer trimestre del 2010 (publicados a finales de 2010)

1. Debe aclararse, no obstante, que en los años 2010 y 2011 se producirán notables discrepancias entre el saldo presupuestario y el de Contabilidad Nacional de las CCAA. En efecto, de acuerdo con el funcionamiento del sistema de financiación de las CCAA, estas reciben anualmente los recursos por los impuestos cedidos sobre la base la previsión de recaudación incluida en los Presupuestos Generales del Estado. Con posterioridad, con dos años de retraso, se procede a la liquidación definitiva de esos ingresos sobre la base de la recaudación finalmente observada. Como resultado de que en 2008 y 2009 se realizó una previsión de ingresos que resultó optimista, en los años 2010 y 2011 la liquidación definitiva de estos ingresos supondría que las CCAA deberían devolver al Estado los recursos recibidos en exceso. El Estado, sin embargo, ha permitido que las CCAA aplacen estas devoluciones hasta el año 2012 (y hasta en 60 meses), por lo que estos pagos de las CCAA al Estado no se reflejan en sus presupuestos de 2010 y 2011 y, por tanto, no se reflejan en sus déficits presupuestarios para estos años. El criterio de Contabilidad Nacional, sin embargo, incluye esos pagos en los años en los que deberían realizarse, esto es, en los años 2010 y 2011, por lo que los déficits mencionados anteriormente (-3,1 % del PIB y -3,3 % del PIB), netos de esos pagos, quedarían en el -2,4 % del PIB en el año 2010 y en el -1,3 % del PIB en el año 2011, ratios que son más fácilmente comparables con las cifras presupuestarias de las CCAA, dado que estas últimas también están netas de esos pagos.

m € y %

	2009	2010	2011	Tasas de variación			Estado
				2009/2008	2010/2009	2011/2010	2011/2010
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	135.716	124.559	123.241	-2,1	-8,2	-1,1	-12,5
Ingresos corrientes	126.539	116.628	114.472	-2,7	-7,8	-1,8	-11,5
– Impuestos directos	28.553	22.834	31.083	17,4	-20,0	36,1	-16,8
– Impuestos indirectos	34.671	28.459	40.671	-20,0	-17,9	42,9	-11,3
– Tasas, precios y otros ingresos	3.751	3.971	3.987	4,1	5,9	0,4	7,5
– Transferencias corrientes	59.040	60.878	38.257	1,2	3,1	-37,2	-14,1
– Ingresos patrimoniales	523	486	474	6,3	-7,1	-2,5	76,0
Ingresos de capital	9.177	7.931	8.769	7,7	-13,6	10,6	-76,1
– Enajenación de inversiones reales	633	518	1.760	2,0	-18,1	–	-2,5
– Transferencias de capital	8.544	7.413	7.009	8,2	-13,2	-5,5	-80,3
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	143.338	142.248	132.536	3,8	-0,8	-6,8	-18,9
Pagos corrientes	114.592	115.658	111.189	4,8	0,9	-3,9	-16,2
– Gastos de personal	46.759	47.542	44.951	5,6	1,7	-5,4	-2,1
– Gastos corrientes en bienes y servicios	21.095	21.120	20.231	3,3	0,1	-4,2	-3,7
– Gastos financieros	1.808	2.470	2.955	5,0	36,6	19,6	18,1
– Transferencias corrientes	44.831	44.438	42.975	4,6	-0,9	-3,3	-27,7
– Fondo de contingencia y otros imprevistos	99	87	78	51,8	-11,7	-10,8	-28,7
Pagos de capital	28.746	26.590	21.347	-0,2	-7,5	-19,7	-37,1
– Inversiones reales	14.260	11.658	8.807	-1,7	-18,2	-24,5	-38,3
– Transferencias de capital	14.486	14.932	12.540	1,2	3,1	-16,0	-36,3
<b>SALDO NO FINANCIERO</b>	-7.622	-17.689	-9.295	–	–	–	–
% del PIB	-0,7	-1,7	-0,9	–	–	–	–
<b>PRO MEMORIA (% del PIB):</b>							
SALDO NO FINANCIERO (todas las CCAA)	-0,1	–	–	–	–	–	–
SALDO DE CN	2,0	-3,1	-3,3	–	–	–	–
SALDO DE CN con aplazamientos (% del PIB)	2,0	-2,4	-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.



estuvieron, en conjunto, en línea con ese objetivo (véase epígrafe 4.4 de este Informe).

En este contexto, las CCAA han presentado sus proyectos presupuestarios para el año 2011, cuyas principales rúbricas se agregan en el cuadro adjunto<sup>2</sup>, con las excepciones de Cataluña y de Baleares, que han prorrogado los presupuestos del 2010. Los presupuestos apuntan a una notable mejora en el saldo, hasta un -0,9% del PIB en 2011, cuando se compara con el presupuesto inicial del año 2010 (-1,7% del PIB). En el supuesto de que Cataluña y Baleares tuvieran una evolución en el déficit similar a la media de las demás, el saldo se situaría en el entorno del -1,1% del PIB en 2011, frente al -2,3% del PIB de los presupuestos del año 2010 para la totalidad de CCAA, y resultaría, en principio, compatible con el objetivo de déficit público para ese año. La mejora en el déficit presupuestado para 2011 surgiría de una ligera caída de los ingresos, mientras que los gastos registrarían una notable contracción, del -6,8% con respecto a lo presupuestado para 2010.

Por el lado de los ingresos corrientes destacan los fuertes aumentos esperados de los impuestos, tanto directos como indirectos, y la caída proyectada en las transferencias, como resultado de que estos presupuestos son los primeros que reflejan plenamente el nuevo sistema de financiación de las CCAA de régimen común<sup>3</sup>. Así, los presupuestos recogen los mayores porcentajes de cesión de los impuestos. Estos mayores ingresos tributarios<sup>4</sup> se

2. El cuadro presenta las cifras agregadas de los presupuestos iniciales de las CCAA y, en la última columna, los del Estado. No se incluyen en las cifras los presupuestos de Cataluña ni de Baleares, que han prorrogado los presupuestos de 2010. 3. Publicada la ley reguladora en el BOE del 19 de diciembre de 2009. 4. A partir del año 2011, todas las CCAA han de aprobar sus tarifas autonómicas en el IRPF. Al hacer esto, algunas comunidades, como, por

compensarían con menores transferencias corrientes<sup>5</sup>. También destaca la caída esperada en las transferencias de capital, pero en este caso se debe, sobre todo, a los menores fondos provenientes de la Unión Europea.

Por lo que respecta a los gastos, se presupuesta una caída mayor que la del año 2010. Las caídas afectan a todos los capítulos, con excepción de los pagos por intereses. En el caso de la masa salarial, los presupuestos de las CCAA para el año 2011 prevén una caída de los gastos de personal, en parte por la rebaja salarial aplicada a mediados del año 2010 y la congelación proyectada para el año 2011 y, en parte, por las posibles limitaciones a las reposiciones de las bajas de personal (obligación de no reponer más allá del 10% de las bajas de personal, como en el caso del Estado). Por otra parte, se proyectan también caídas en los gastos de compras y transferencias corrientes, capítulos muy ligados a las competencias de sanidad y educación. En cuanto a la carga de intereses, se prevé un fuerte crecimiento en 2011, como consecuencia del aumento de la deuda emitida y del agotamiento en la senda de reducción de tipos de interés. Finalmente, en línea con el año anterior, los gastos de capital son los que presentan mayores recortes en los presupuestos de las CCAA, desacelerándose tanto las inversiones reales (hasta una tasa del -24,5%) como las transferencias de capital (hasta una tasa del -16%).

ejemplo, Andalucía y Extremadura, han elevado los tipos marginales del IRPF, introduciendo nuevos tramos elevados de renta. En el caso de las dos comunidades mencionadas, el tipo máximo llega a elevarse hasta tres puntos (hasta el 24,5%) a partir de los 120.000 euros. 5. No solo por la reducción de las transferencias del Estado, sino también porque el nuevo sistema implica que la aportación de alguna comunidad al nuevo sistema signifique presupuestar una cifra negativa en estas transferencias corrientes, como ocurre con la Comunidad de Madrid, que presupuesta una cifra negativa de 1.536 millones de euros para la totalidad de este capítulo de ingresos.

pagos de personal (que crecieron a una tasa del 1%), tras la reducción de salarios aplicada a mediados del año, y el fuerte recorte de los gastos de inversión, con un retroceso del 17,4%.

En cuanto a las CCAA, en diciembre de 2010 se publicaron por primera vez datos relativos a la ejecución presupuestaria en cada una de ellas hasta septiembre de 2010 (en términos de derechos y obligaciones reconocidos), así como las tasas interanuales con respecto al mismo período de 2009 (véase cuadro 5). De acuerdo con esta información, el déficit de las CCAA habría alcanzado 13,1 mm de euros en el tercer trimestre de 2010 (el 1,2% del PIB). Esta evolución es el resultado de una caída tanto de los ingresos (-13,5%) como de los gastos (-2,5%). El retroceso de los ingresos impositivos de las administraciones autonómicas se debe al funcionamiento del sistema de financiación de las mismas, ya que, en el conjunto del Estado y las CCAA, los ingresos impositivos aumentaron de forma muy notable en el año 2010. Respecto al gasto, el capítulo de intereses es el único que se ha incrementado en el período. Entre los descensos, cabe reseñar la ligera disminución en los gastos de personal y la caída del 10,8% de las inversiones reales, algo menor que la que se ha producido en el



Millones de euros

		Enero-noviembre		TASA DE VARIACIÓN 2010/2009 (b)
		2009	2010	
INGRESOS	Cuenta corriente	277.884	304.770	9,7
	<i>Mercancías</i>	146.698	172.106	17,3
	<i>Servicios</i>	81.280	85.194	4,8
	— Turismo	36.084	37.532	4,0
	— Otros servicios	45.197	47.662	5,5
	<i>Rentas</i>	34.981	33.001	-5,7
	<i>Transferencias corrientes</i>	14.924	14.469	-3,1
	Cuenta de capital	5.157	6.899	33,8
	Cuentas corriente + capital	283.040	311.669	10,1
PAGOS	Cuenta corriente	332.119	349.374	5,2
	<i>Mercancías</i>	188.100	213.518	13,5
	<i>Servicios</i>	57.331	58.720	2,4
	— Turismo	11.136	11.692	5,0
	— Otros servicios	46.196	47.027	1,8
	<i>Rentas</i>	63.399	54.301	-14,4
	<i>Transferencias corrientes</i>	23.289	22.836	-1,9
	Cuenta de capital	1.888	1.447	-23,4
	Cuentas corriente + capital	334.008	350.820	5,0
SALDOS	Cuenta corriente	-54.236	-44.604	9.631
	<i>Mercancías</i>	-41.402	-41.411	-10
	<i>Servicios</i>	23.949	26.474	2.525
	— Turismo	24.948	25.839	891
	— Otros servicios	-999	635	1.634
	<i>Rentas</i>	-28.419	-21.300	7.119
	<i>Transferencias corrientes</i>	-8.365	-8.367	-3
	Cuenta de capital	3.268	5.453	2.184
	Cuentas corriente + capital	-50.967	-39.151	11.816

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

Estado. Por otro lado, el recuadro 4 analiza los presupuestos de estos agentes para el año 2011.

Finalmente, por lo que respecta a la Seguridad Social, el Sistema presentó un superávit no financiero de 2,4 mm de euros hasta diciembre de 2010, que representa un 0,22 % del PIB, frente al 0,27 % previsto. En comparación con 2009, los derechos reconocidos por operaciones no financieras registran una disminución del 1 %, mientras que las obligaciones reconocidas aumentaron un 4,6 %. Por componentes, los ingresos por cotizaciones acumulan una contracción del 0,8 %, reflejando la evolución de la afiliación a la Seguridad Social. El gasto en pensiones contributivas aumentó un 6,4 %, que incorpora la paga de desviación de IPC. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal continuó reduciéndose, a un ritmo del 4,7 %. En el caso del SPPE, los ingresos por cotizaciones hasta septiembre reflejan una caída del 0,2 %. Respecto a los gastos, las prestaciones por desempleo continuaron desacelerándose hasta el 4,8 % en diciembre, en línea con las tendencias que se observan en la evolución del desempleo y con la evolución de las características de los perceptores, que se está reflejando en un menor gasto medio por beneficiario. De acuerdo con un avance provisional proporcionado

por el Ministerio de Economía y Hacienda, el SPPE registraría un déficit del 0,3 % del PIB en 2010, frente al equilibrio presupuestario inicialmente previsto.

En su conjunto, la información disponible sobre la ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas resultaría compatible con el cumplimiento de los objetivos de déficit público fijados por el Gobierno para el año 2010 (9,3 % del PIB), en la que la mejor evolución del déficit de la Administración Central permitiría compensar las desviaciones en otras administraciones.

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

En los once primeros meses de 2010, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 39 mm de euros, un 23 % inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 6). Ambos saldos mejoraron considerados de forma individual. La reducción del déficit por cuenta corriente se explica fundamentalmente por la disminución del déficit de rentas y, en menor medida, por la ampliación del superávit de servicios, en tanto que los saldos de las balanzas comercial y de transferencias corrientes permanecieron prácticamente estables. Por su parte, el superávit por operaciones de capital aumentó sustancialmente.

En cuanto al saldo corriente, el déficit de la balanza comercial observado entre enero y noviembre, de 41 mm de euros, fue prácticamente idéntico al de igual período de 2009, en un contexto de fuerte crecimiento tanto de las importaciones (14 %) como de las exportaciones de bienes (17 %). Esta evolución del déficit comercial fue fruto de las trayectorias contrapuestas del saldo energético, que experimentó un deterioro provocado por el repunte de los precios del petróleo, y del no energético, que se corrigió significativamente. Además, el alza del precio del crudo en euros produjo un deterioro de la relación real de intercambio, en tanto que el saldo comercial en términos reales mejoró en el conjunto de los once primeros meses. La balanza de servicios arrojó un superávit de 26,5 mm de euros, un 11 % más que en el mismo período de 2009, lo que se explica principalmente por la mejoría del saldo de los servicios no turísticos, si bien el superávit de turismo también aumentó. En cuanto a la balanza de rentas, se produjo una caída mucho más intensa de los pagos que de los ingresos, lo que se tradujo en una disminución del saldo negativo del 25 % en términos interanuales, hasta situarse en 21,3 mm de euros. El déficit de la balanza de transferencias corrientes coincidió también prácticamente con el del mismo período del año anterior, situándose en 8,4 mm de euros, en un contexto de moderado descenso tanto de los ingresos como de los pagos. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital repuntó en los once primeros meses de 2010, hasta situarse en 5,5 mm de euros, como resultado, primordialmente, del ascenso de los ingresos percibidos por las AAPP procedentes de los diversos fondos comunitarios que se incluyen en la balanza de capital.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

Durante el cuarto trimestre de 2010 se produjo un nuevo rebrote de las tensiones financieras en el área del euro. En esta ocasión, el detonante fueron los problemas por los que atraviesa el sistema financiero irlandés y sus finanzas públicas, que llevaron, a finales de noviembre, a la aprobación de un plan de ayudas por parte del resto de países europeos y del FMI. Nuestro país volvió a encontrarse entre los más afectados por este episodio, lo que se reflejó en caídas de las cotizaciones bursátiles, que fueron más acusadas en el caso del sector financiero, y en repuntes en las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado.

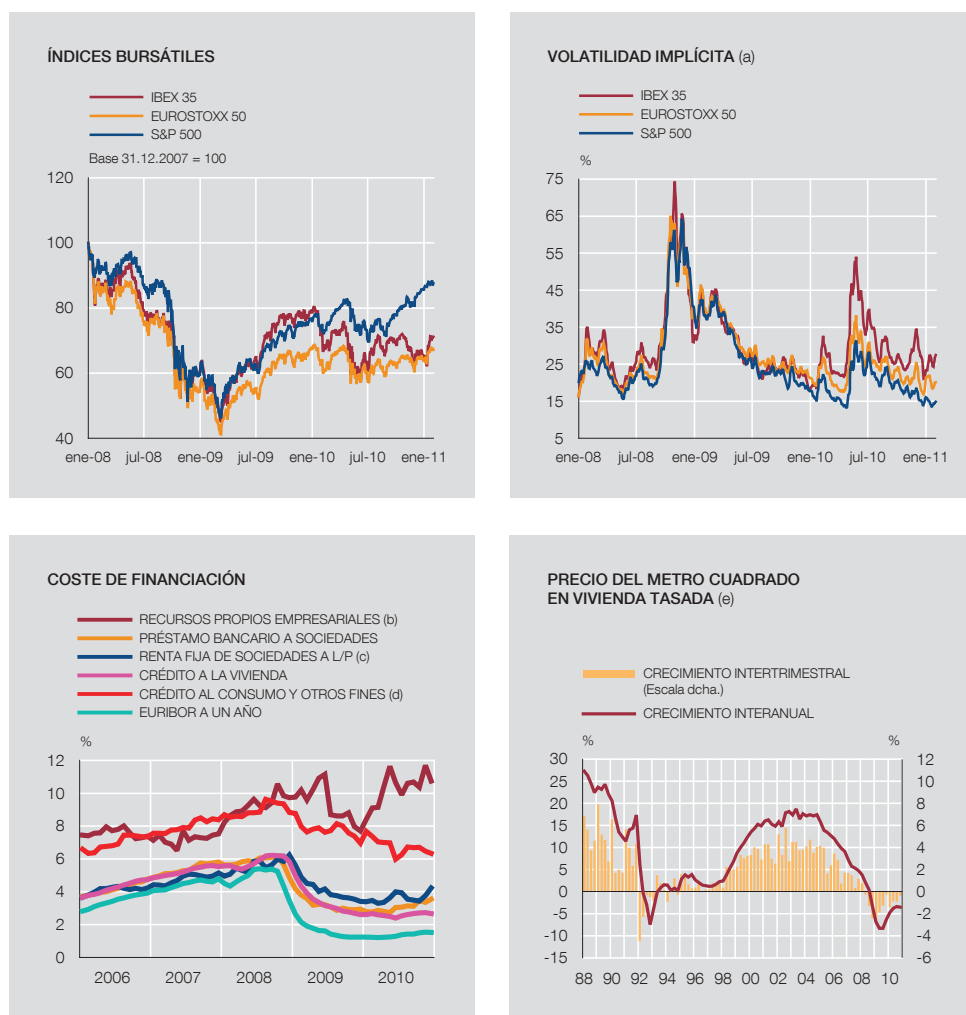
En este contexto, en el último trimestre de 2010 el IBEX 35 registró una caída del 6,2 % (lo que elevó las pérdidas acumuladas en el conjunto de 2010 hasta el 17,4 %), frente al ascenso del 1,6 % (caída del 5,8 % en todo el año) del EUROSTOXX 50 y del 10,2 % (12,8 % en términos anuales) del S&P 500 (véase gráfico 23). Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años aumentó en 136 puntos básicos (pb), al tiempo que el diferencial con la referencia alemana al mismo plazo se incrementó en 63 pb, hasta los 250 pb, si bien a finales de noviembre llegó a alcanzar los 290 pb. Las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado también repuntaron, especialmente las de las empresas financieras. En cambio, en el mercado interbancario, el EURIBOR a doce meses apenas se elevó 8 pb, hasta situarse en el 1,51 %.

En la parte transcurrida de 2011 se ha observado un cierto alivio en las tensiones de los mercados financieros. Así, en enero, el índice Ibex 35 se revalorizó un 9,6 % al tiempo que el diferencial frente a Alemania de la deuda pública a diez años, que volvió a repuntar durante los primeros días del año, descendió para situarse, al cierre de dicho mes, en torno a los 225 pb, 25 pb por debajo de la cifra de finales del pasado ejercicio. Pero la incertidumbre y la volatilidad continúan siendo elevadas.

Las tensiones financieras también se han reflejado en una caída de la actividad en los mercados primarios de deuda de las entidades de crédito durante los dos últimos meses del ejercicio, de modo que, de acuerdo con los datos provisionales disponibles, en diciembre las emisiones brutas no habrían sido suficientes para cubrir las amortizaciones. Sin embargo, a diferencia de lo sucedido en la primavera de 2010, en esta ocasión no se ha observado una caída de la financiación interbancaria, gracias a que algunas instituciones bancarias contaban con la posibilidad de obtener fondos mediante operaciones *repo* a través de cámaras de compensación, una vez que se han registrado en esos sistemas.

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento, correspondientes al cierre de 2010, en el cuarto trimestre del pasado año el precio de la vivienda libre continuó descendiendo a un ritmo interanual similar al de los tres meses anteriores (3,5 %) (véase gráfico 23). La corrección acumulada por esta variable desde el máximo alcanzado en marzo de 2008 es del 13 % en términos nominales y del 18 % en términos reales.

La información disponible apunta a que las tensiones en los mercados financieros no parecen haberse reflejado hasta ahora en un endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado. Así, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de enero de 2011, los criterios de concesión de créditos se habrían mantenido sin cambios en todos



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

a. Medias móviles de cinco días.

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

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

d. En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, 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 incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.

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

los segmentos durante el último trimestre del pasado ejercicio, al tiempo que las entidades no preveían variaciones para los primeros meses de este año<sup>1</sup>. Del mismo modo, los márgenes aplicados, aumentaron, en general, muy ligeramente, si bien en el caso de las empresas, el coste de los préstamos se elevó de forma moderada, en parte como consecuencia de la subida de los tipos de interés interbancarios (véase gráfico 23). El coste de financiación mediante valores, repuntó de forma más acusada en las emisiones de deuda, pero apenas varió en el caso de las acciones.

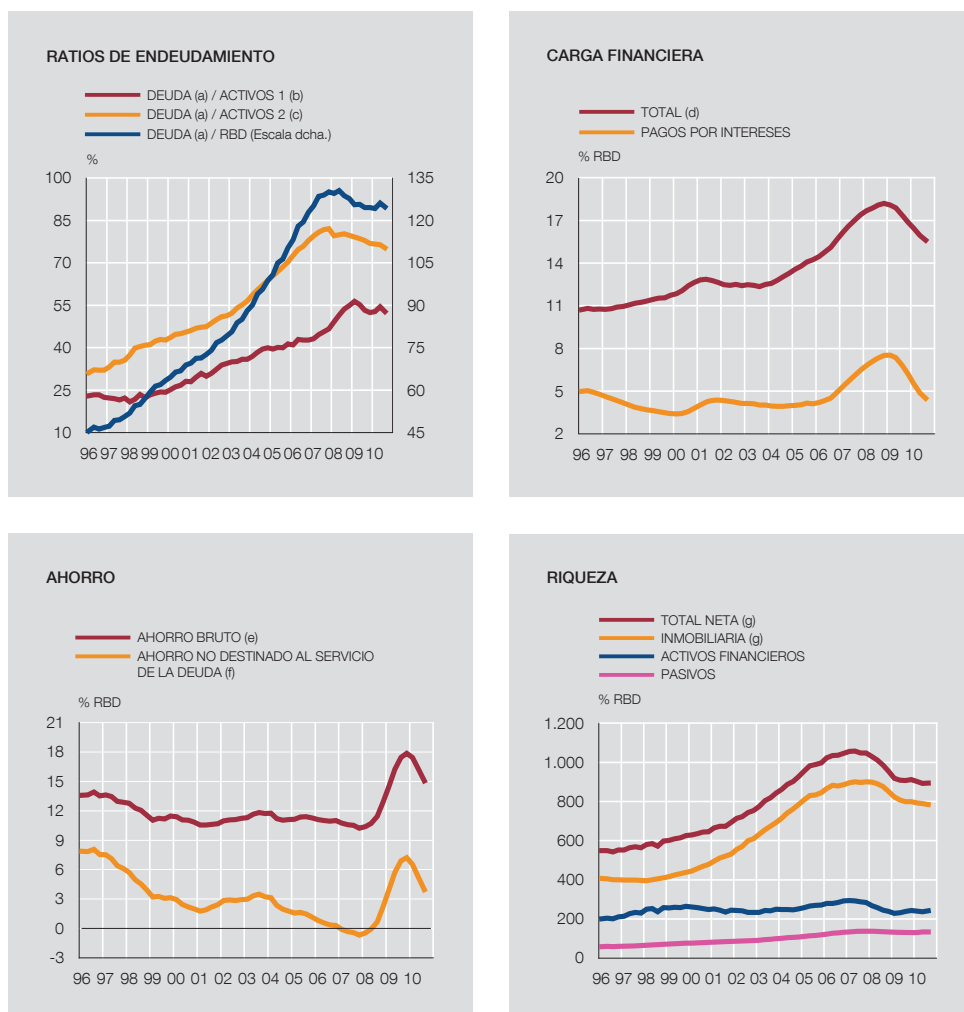
1. Para más detalles, véase el artículo "Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2011", de Maristela Mulino, en este mismo *Boletín Económico*.

En el cuarto trimestre la deuda de familias y empresas ha seguido presentando un avance débil. El ritmo de crecimiento interanual de los pasivos de los hogares se ha reducido ligeramente (-0,1 % en noviembre, frente al 0,3 % de septiembre), como consecuencia de la pérdida de vigor de los préstamos dedicados a la adquisición de vivienda. En cambio, ha aumentado el dinamismo de los fondos captados por sociedades, pasando la tasa de variación interanual desde el valor nulo que alcanzó a finales del tercer trimestre al 0,7 % del último dato disponible. El desglose por instrumentos muestra que el ritmo de contracción de los préstamos de las entidades residentes ha continuado moderándose (cayendo un 0,5 % en relación con el nivel de un año antes), al tiempo que el resto de la financiación ha vuelto a mostrar una evolución algo más expansiva. La información provisional del mes de diciembre apunta a una recuperación del crédito para compra de vivienda, posiblemente ligada, al menos en parte, al fin de las desgravaciones fiscales a la compra de inmuebles para las rentas medias y altas, mientras que en el caso de las empresas no se detectan cambios significativos en el crecimiento de los préstamos bancarios.

La información más reciente del crédito por finalidades, referida al tercer trimestre de 2010, refleja que la caída del saldo de la financiación bancaria se había intensificado en la construcción y los servicios inmobiliarios, mientras que se moderaba en la industria y agricultura y se registraban crecimientos positivos en los servicios no inmobiliarios. Este perfil de mayor dinamismo de los préstamos a las ramas no vinculadas al mercado inmobiliario también se habría extendido, dentro de dichos sectores, a las compañías de menor dimensión, segmento en el que la contracción de la financiación bancaria fue particularmente acusada durante la fase más aguda de la crisis.

La evolución de los pasivos y de las rentas de las familias en el tercer trimestre de 2010 hizo que la ratio de deuda sobre renta bruta disponible (RBD) bajara ligeramente (véase gráfico 24). Este desarrollo, junto con el perfil descendente del coste medio de los pasivos del balance durante los últimos doce meses, llevó a una nueva disminución del indicador carga financiera sobre RBD (que se calcula agregando los flujos de los últimos doce meses). 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 retrocedieron (aunque en el primer caso el indicador sigue en niveles históricamente elevados), al igual que sucedió con la capacidad de financiación del sector (de acuerdo con las Cuentas Financieras). Por su parte, la riqueza neta de los hogares siguió descendiendo moderadamente, como consecuencia de la caída del valor de los bienes inmuebles, que se vio parcialmente amortiguada por el menor dinamismo de los pasivos y la recuperación de las cotizaciones de los activos financieros durante ese período. La prolongación de las pautas observadas en el endeudamiento, así como la evolución de los precios de los activos financieros y reales, apunta a una continuación, durante los últimos meses del año, de las tendencias anteriores.

En el caso de las empresas, tanto la ratio de endeudamiento como, en mayor medida, la de carga financiera descendieron durante el tercer trimestre de 2010 (véase gráfico 25), pauta que también se habría prolongado durante los últimos meses del año. Para la muestra de entidades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa una recuperación de las rentas empresariales. Esta evolución, unida al mantenimiento de los niveles de deuda, permitió que la ratio de endeudamiento y la carga financiera se redujeran ligeramente. Como resultado conjunto de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo volvieron a retroceder. No obstante, en el cuarto trimestre, los analistas han revisado a la baja sus expectativas con respecto a la evolución de los beneficios de las empresas cotizadas, sobre todo a corto plazo (véase gráfico 26).

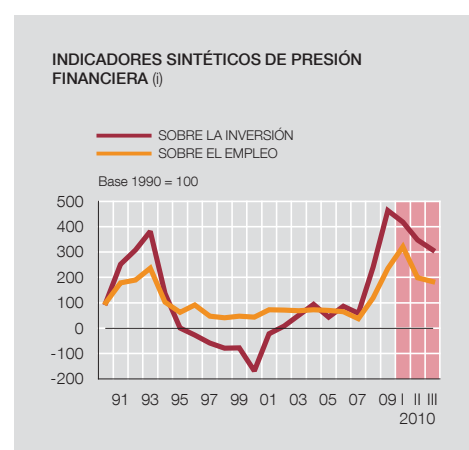
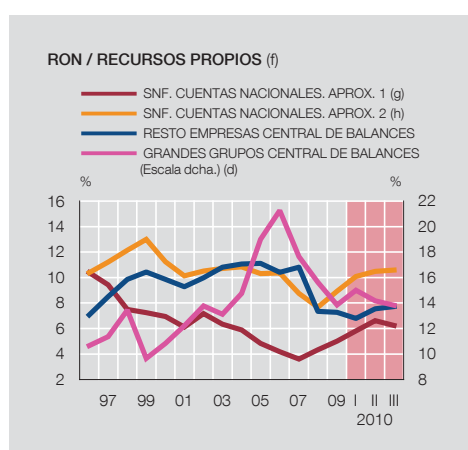
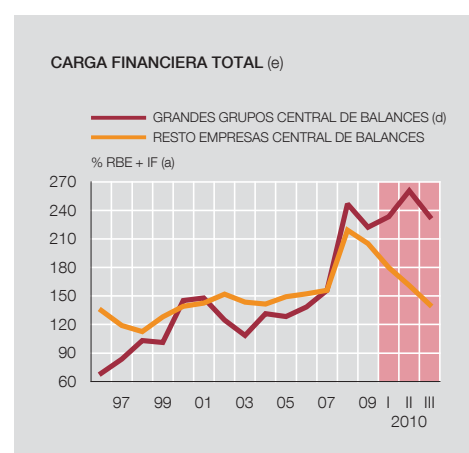
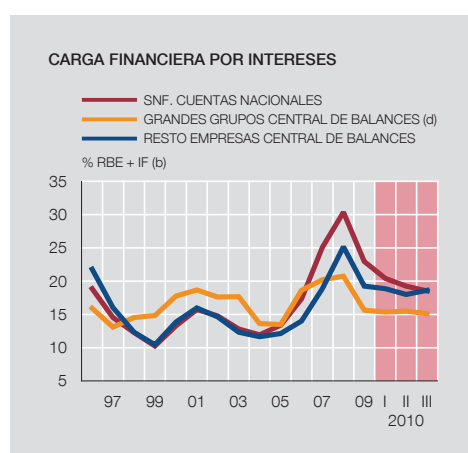
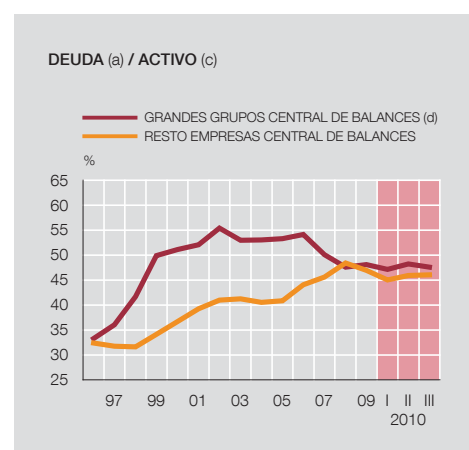
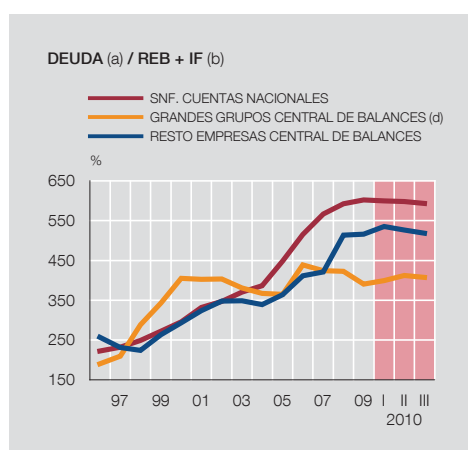


FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- 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.

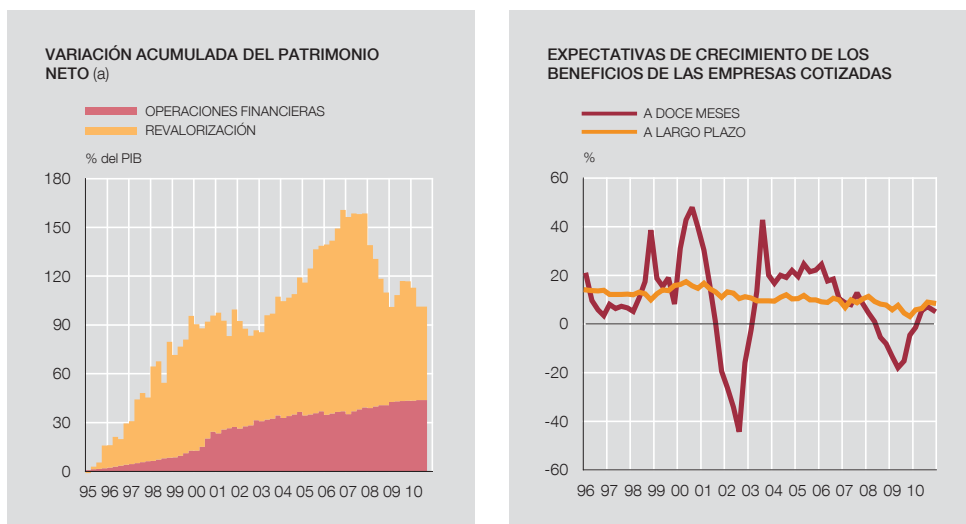
Por su parte, el volumen de créditos dudosos ha continuado aumentando. Esta evolución, junto a la estabilidad de la deuda concedida al conjunto de los otros sectores residentes, tuvo como resultado que la ratio de dudosos de este sector se situara en noviembre (último dato disponible) en el 5,68 %, 0,18 pp más que en septiembre.

En el caso de las AAPP, la deuda ha seguido avanzando a ritmos elevados (14 % anual en noviembre), aunque dentro de un perfil de desaceleración (2 pp menos que en septiembre). Por instrumentos, se observa un peso creciente de la financiación con valores a largo plazo, en detrimento de la procedente de emisiones a corto plazo, mientras que los créditos y el resto de partidas también muestran un dinamismo notable. La rápida expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad en el crecimiento económico, se ha traducido en nuevos incrementos en la ratio de endeudamiento (cerca del 58 % del PIB en septiembre) y de carga financiera (1,9 % del PIB) (véase gráfico 27).



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.

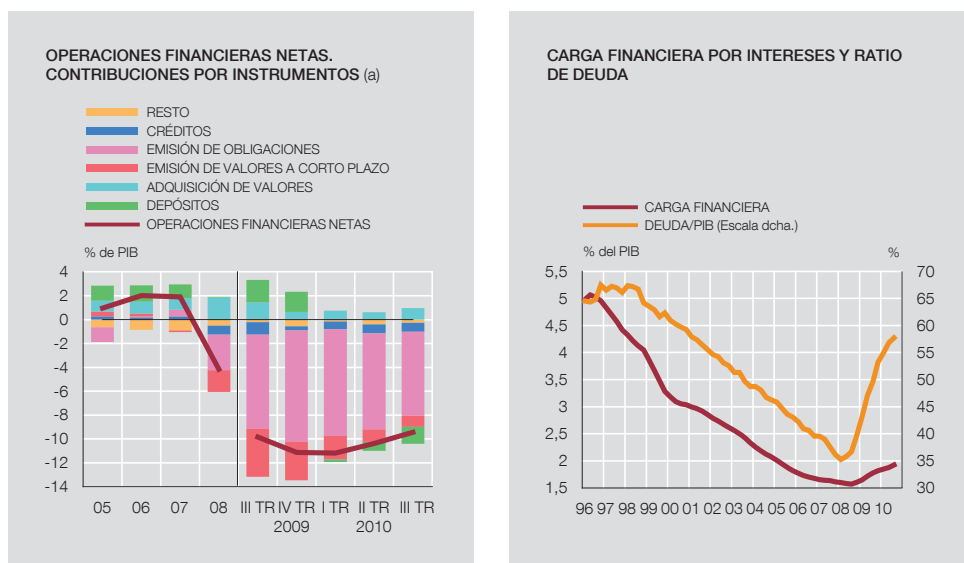


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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.

De acuerdo con la información más reciente de las Cuentas Financieras, entre julio y septiembre de 2010 se reanudó la pauta de descensos en las necesidades de financiación de la nación, que se había interrumpido en el trimestre anterior, de tal forma que estas se situaron en el 4,2% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,3 pp menos que en junio (véase cuadro 7). Esta evolución fue el resultado de la disminución de la posición deudora de las AAPP (hasta el 9,4% del PIB, 1 pp menos que a mediados de año), que más que compensó la reducción del ahorro neto del resto de sectores. A diferencia del segundo trimestre, en el que la financiación exterior se canalizó principalmente a través de la reducción de los



% del PIB	2005	2006	2007	2008	2009		2010		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
					Economía nacional	-6,5	-8,4	-9,6	-9,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-8,4	-11,1	-13,4	-6,8	2,4	4,6	5,6	4,8	4,2
<i>Sociedades no financieras</i>	-7,1	-9,5	-11,5	-7,1	-2,6	-1,2	0,8	1,1	0,9
<i>Hogares e ISFLSH</i>	-1,3	-1,7	-1,9	0,2	5,0	5,8	4,8	3,6	3,4
Instituciones financieras	0,9	0,7	1,9	1,8	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0
Administraciones Públicas	1,0	2,0	1,9	-4,2	-9,8	-11,1	-11,2	-10,4	-9,4
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-11,4	-17,8	-15,9	-12,0	-3,8	-1,3	1,0	1,4	-0,5

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.

activos netos del Banco de España y, en menor medida, a través de la captación de fondos en el resto del mundo por parte de las AAPP y de la desinversión de hogares e inversores institucionales, entre julio y septiembre, las entidades de crédito han sido el principal canal de financiación de la nación (3,8% del PIB), al tiempo que aumentaron los activos exteriores netos del Banco de España por una cuantía equivalente al 4,5% del PIB (-6,2% en el segundo trimestre). La información parcial disponible del cuarto trimestre (hasta noviembre) de la Balanza de Pagos apunta a una prolongación de esta pauta en el último tramo del pasado ejercicio.

En resumen, en el cuarto trimestre de 2010 la economía española se ha vuelto a ver afectada por un nuevo episodio de tensiones financieras, que ha derivado en un endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, pero que no se ha trasladado a la financiación que bancos y cajas conceden a las empresas y las familias españolas. Aunque durante las últimas semanas se ha producido un alivio de estas tensiones, las primas de riesgo siguen situadas en valores muy elevados, por lo que la prolongación de esta situación podría terminar afectando al coste y al acceso al crédito del sector privado no financiero. Esta evolución se ha producido en un contexto en el que la deuda de estos agentes ha continuado presentando un avance débil, aunque en el caso de las sociedades se detectan indicios de mayor dinamismo, especialmente en los segmentos no vinculados al sector inmobiliario.

## 5.2 El sector hogares

En diciembre, el coste de financiación bancaria de los hogares en el segmento de los préstamos para adquisición de vivienda se situaba en el mismo nivel de septiembre, mientras que el tipo de interés de los destinados a consumo y otros fines, que presenta mayor variabilidad, ligada, en parte, a factores estacionales, era 34 pb inferior al de tres meses antes. De acuerdo con la EPB de enero de 2011, los criterios de concesión de créditos se habrían mantenido estables en el cuarto trimestre de 2010, si bien habría habido una ligera ampliación de los márgenes aplicados. Para los primeros meses de 2011, las entidades prevén la continuación de las actuales condiciones de oferta.

En este contexto, el saldo de deuda de las familias apenas varió (-0,1% en noviembre con respecto a doce meses antes). El desglose por finalidades sigue mostrando tasas de creci-

miento negativas en el saldo de los préstamos destinados a consumo y otros fines (-0,8%), si bien a un ritmo más contenido que el observado al cierre del tercer trimestre (-1,9%), y un cierto descenso de la tasa de avance de los fondos para adquisición de vivienda, que en términos interanuales pasaron del 0,7% al 0,1%. No obstante, la información provisional de diciembre apunta a un repunte en dicha tasa, ligado seguramente, al menos en parte, a la desaparición de las desgravaciones fiscales por la compra de inmuebles para rentas medias y altas.

El curso de las rentas y los pasivos durante el tercer trimestre de 2010 hicieron que la ratio de endeudamiento de los hogares descendiera ligeramente, alcanzando un valor algo inferior al 125% de la RBD (véase gráfico 24). Esta evolución, unida al menor pago de intereses en el conjunto de los últimos doce meses, permitió que la ratio de carga financiera continuara disminuyendo, situándose por debajo del 16% de la RBD. En todo caso, hay que tener en cuenta que estos indicadores agregados ocultan la elevada heterogeneidad que existe dentro del sector. En este sentido, la información más reciente a nivel microeconómico apunta a una cierta ampliación de la dispersión de estas ratios (véase recuadro 5). Por su parte, el ahorro, tanto el bruto como el que excluye los gastos asociados a los pasivos contraídos, y la capacidad de financiación volvieron a retroceder (véase cuadro 7), al tiempo que la riqueza neta de las familias siguió cayendo, aunque ligeramente, gracias a que la reducción del componente inmobiliario (asociado al descenso del precio de la vivienda) fue parcialmente compensada por la revalorización de los activos financieros que se produjo en esas fechas.

De acuerdo con las Cuentas Financieras, para las que se dispone de información hasta el tercer trimestre del año, la inversión de los hogares en activos financieros se mantuvo, en términos acumulados de doce meses, en el 4,1% del PIB (idéntica cifra a la alcanzada en junio) (véase cuadro 8). El análisis de los activos muestra que las familias redujeron, una vez más, sus posiciones en los fondos de inversión (-1,2% del PIB), al tiempo que aumentaban los depósitos, con una recomposición dentro de estos a favor de los de plazo (por un importe del 2,1% del PIB, 1,6 pp más que la cifra del primer semestre), mientras que se mantuvo el flujo dirigido a la partida de acciones y otras participaciones y a los seguros y planes de pensiones (1,4% y 0,6% del PIB, respectivamente).

Por último, en el tercer trimestre no se observaron grandes cambios en los pasivos de los hogares que las entidades de crédito clasifican como dudosos, de tal manera que las ratios de morosidad mostraron escasas variaciones, situándose en el 2,62% en el caso los préstamos para adquisición de vivienda y en el 6,89% entre los destinados a consumo y otros fines.

### **5.3 El sector de sociedades no financieras**

Durante los tres últimos meses de 2010, los tipos de interés de la financiación bancaria de las sociedades aumentaron 18 pb y 60 pb, según fueran operaciones de menos o de más de un millón de euros. En línea con este desarrollo, las entidades financieras indicaban en la última EPB (de enero de 2011) que en el último trimestre del año habían incrementado ligeramente los márgenes aplicados a los nuevos créditos, si bien los criterios de aprobación se mantuvieron estables. Los costes de emisión de valores de renta fija se elevaron, durante el mismo período, entre 35 pb y 75 pb según el plazo de vencimiento, mientras que para los recursos propios las variaciones fueron menores en el conjunto del trimestre, pero con notable variabilidad, en consonancia con la volatilidad que mostraron las cotizaciones bursátiles.

A pesar del aumento de los costes, durante el cuarto trimestre de 2010 continuó el crecimiento de la deuda de las sociedades (en términos intertrimestrales desestacionalizados), reanudado

La disponibilidad de los resultados provisionales de la tercera edición de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), encuesta elaborada por el Banco de España que contiene información de las rentas, los activos y las deudas de cada unidad familiar, permite realizar un primer análisis desagregado a nivel micro de los cambios ocurridos en la situación financiera de las familias españolas durante el período transcurrido entre finales de 2005 y el final del primer trimestre de 2009, referencia temporal de la última edición de la EFF (la EFF 2008). Hay que tener en cuenta, no obstante, que, por construcción, la EFF 2008 no recoge plenamente el impacto de la crisis sobre la renta disponible de los hogares, ya que la renta por la que se pregunta es la del año 2007<sup>2</sup>. Dado el

deterioro registrado en el mercado de trabajo entre finales de 2007 y 2009, es muy probable que los indicadores de posición patrimonial contruidos a partir de los datos de ingresos de la EFF 2008 subestimen el grado de presión financiera soportado por algunas familias en dicho período.

En el cuadro adjunto se presenta, en las dos primeras columnas, el porcentaje de hogares con deudas a finales de 2005 y principios de 2009, respectivamente. Este no registró variaciones significativas durante el período analizado (pasó del 49,5% al 50,1%), apuntando, por tanto, al fin de la senda ascendente que esta variable había presentado desde mediados de 1990. Esta estabilidad es resultado de una evolución dispar dentro del sector. Así, se ha reducido la proporción de familias con menores rentas que tienen deudas pendientes, mientras que para el grupo de ingresos intermedios la trayectoria ha sido la inversa. Es reseñable el incremento en más de 6 pp de la proporción de familias endeudadas en las que ningún miembro trabaja, asociado al ascenso del desempleo desde el inicio de la crisis.

1. Para una descripción detallada de los resultados de la EFF 2008, véase el artículo «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: métodos, resultados y cambios desde 2005», *Boletín Económico*, diciembre de 2010, Banco de España. 2. Ello es así porque en la EFF se pregunta por las rentas en el año completo anterior a la fecha de realización de la encuesta. Las preguntas que afectan al resto de variables que se analizan en este recuadro (la situación laboral de los miembros del hogar, la riqueza, las deudas y los pagos asociados a estas) sí se refieren, por el contrario, a la situación realmente observada a principios de 2009.

**PORCENTAJE DE HOGARES CON DEUDAS Y MEDIDAS DE CARGA ASOCIADA PARA LOS HOGARES CON PASIVOS**  
**Por características de los hogares**

%	Porcentaje de hogares con deudas		Ratios de deuda/renta del hogar				Ratio de pagos por deudas/renta del hogar			
			2005		Primer trimestre de 2009		2005		Primer trimestre de 2009	
			2005	1er Trimestre	50	75	50	75	50	75
Características de los hogares	2005	1er Trimestre	50	75	50	75	50	75	50	75
TODOS LOS HOGARES CON DEUDA	49,5	50,1	100,0	235,4	104,7	280,5	17,2	28,3	19,0	32,5
PERCENTIL DE RENTA										
Menor de 20	18,7	16,5	137,0	732,1	147,7	517,2	37,7	82,5	39,3	66,5
Entre 20 y 40	42,3	42,3	109,4	343,8	137,0	374,9	24,6	38,2	26,3	43,3
Entre 40 y 60	57,5	63,6	113,4	277,6	148,0	339,8	20,6	30,2	23,9	33,8
Entre 60 y 80	63,0	61,2	114,3	218,5	95,8	271,8	15,6	24,3	17,0	26,5
Entre 80 y 90	66,5	68,5	93,1	186,6	84,6	207,1	11,8	18,1	14,4	22,1
Entre 90 y 100	65,4	64,7	59,9	123,8	62,0	158,7	8,1	14,7	10,0	17,8
EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA										
Menor de 35 años	65,2	68,6	192,6	414,1	217,4	450,0	21,7	32,8	25,6	39,8
Entre 35 y 44 años	70,4	72,3	114,4	230,7	142,7	319,7	18,5	28,4	21,5	35,0
Entre 45 y 54 años	63,1	60,0	81,2	192,6	89,9	234,6	15,2	25,7	17,7	29,7
Entre 55 y 64 años	48,5	48,5	53,2	140,1	41,0	128,2	13,6	25,2	12,1	22,5
Entre 65 y 74 años	19,8	22,9	46,0	125,8	55,3	187,3	12,5	26,0	15,9	28,8
Más de 75 años	5,6	9,9	32,8	147,8	18,5	85,4	11,6	17,8	12,5	21,8
NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO										
Ninguno	15,2	21,3	57,1	269,2	81,2	269,0	17,6	34,4	21,0	38,7
Uno	56,1	56,6	104,3	306,4	100,5	300,6	19,6	32,1	20,4	31,4
Dos	70,2	69,9	113,4	211,9	137,4	165,9	16,3	25,4	19,0	32,9
Tres o más	69,2	69,7	54,9	163,3	48,1	305,0	12,1	22,2	11,0	24,3
PERCENTIL DE RIQUEZA NETA										
Menor de 25	43,9	50,1	65,5	293,3	139,4	373,8	17,7	30,4	23,8	40,5
Entre 25 y 50	56,8	53,5	144,1	296,1	151,7	319,0	20,5	30,6	22,5	32,9
Entre 50 y 75	49,3	47,5	93,8	187,9	87,0	215,0	16,3	25,2	16,8	29,1
Entre 75 y 90	48,0	51,3	82,5	177,7	61,8	167,0	14,4	23,4	13,6	23,7
Entre 90 y 100	48,2	46,3	91,0	210,5	98,6	306,4	14,0	26,4	16,8	32,3

FUENTE: Banco de España.

Las columnas centrales del cuadro muestran información sobre la ratio de endeudamiento (pasivos contraídos como porcentaje de las rentas) de las familias con deudas en los dos períodos analizados. Concretamente se presenta el percentil 50 de la distribución, o mediana, que aproxima a la familia representativa, y el 75, que recoge la situación de aquellas que se encuentran en una situación de mayor fragilidad relativa de acuerdo con ese indicador. Como puede observarse, se registran los niveles más elevados para este indicador en los hogares de menores ingresos y los más jóvenes. La comparación entre 2005 y principios de 2009 evidencia un incremento bastante generalizado de los niveles de apalancamiento. En función de la edad del cabeza de familia, este ascenso fue más marcado en el grupo entre 65 y 74 años, comportamiento que está ligado en parte a cambios en la composición familiar (hijos que vuelven a la casa de sus padres o que la abandonan más tarde). Por niveles de renta, destaca el descenso del cuartil superior de la distribución de la ratio de endeudamiento en los hogares con menores ingresos.

Las cuatro últimas columnas del cuadro recogen información sobre el curso de la ratio de carga financiera (pagos asociados a los pasivos como porcentaje de las rentas del hogar) para distintos grupos de hogares. Como puede observarse, entre finales de 2005 y principios de 2009 los incrementos de esta ratio fueron, en general, proporcionalmente mayores que los del indicador de endeudamiento, lo que refleja una cierta elevación en los costes de financiación. Dicha evolución estuvo acompañada de un ascenso en la dispersión (desarrollo que se observa también para el endeudamiento). La mediana aumentó 1,7 pp durante ese período, hasta alcanzar el 19%, mientras que la ratio de carga financiera correspondiente al percentil 75 lo hizo en 4,1 pp, hasta el 32,5%.

No obstante, en el segmento de menores ingresos se registró una reducción de 16 pp, hasta el 66,5%, entre las familias sometidas a una mayor tensión.

Por grupos de edad, los mayores ascensos en la ratio de carga financiera se han registrado en los hogares endeudados más jóvenes, que son los que presentan los valores más elevados para este indicador. Estos han sido, además, en los que se ha producido un mayor aumento en la proporción de familias en las que los pagos regulares asociados a las deudas superan el 40% de sus ingresos. En concreto, en el grupo de aquellos en los que el cabeza de familia tiene menos de 35 años se incrementó 9,2 pp, hasta situarse próximo al 25%. El análisis en función del número de miembros del hogar ocupados muestra que, a diferencia de lo que sucedía en 2005, a principios de 2009 la ratio correspondiente a aquellos en los que ningún miembro está trabajando era la más elevada.

En resumen, la última edición de la EFF muestra que entre finales de 2005 y principios de 2009 se incrementó el grado de presión financiera soportado por los hogares endeudados. Ello fue consecuencia tanto de un crecimiento del importe de la deuda viva superior a la expansión de las rentas como de un ligero ascenso de los costes de financiación. Además, esta evolución tendió a ser más marcada en algunos de los grupos que se encuentran en una situación comparativamente más vulnerable, no así en el caso de las familias en los percentiles más bajos de ingresos. De todos modos, como se ha comentado anteriormente, dado que las rentas que recoge esta encuesta se refieren a 2007 (antes de que se elevara el desempleo), es posible que la situación patrimonial de estos agentes fuera, a principios de 2009, menos favorable de lo que se deduce de estos resultados.

en la primera mitad del año, de tal forma que, con datos de noviembre, se observa una tasa de expansión interanual positiva (0,7%, frente al 0% en septiembre), por primera vez desde el verano de 2009. Por instrumentos, las tasas de avance se incrementaron tanto en los préstamos del exterior (1,3%, 0,9 pp más que en el cierre del tercer trimestre) como en los créditos concedidos por entidades residentes (-0,6%, frente al -1,3% registrado dos meses antes), al tiempo que se moderó el dinamismo de los fondos captados mediante la emisión de valores distintos de acciones (17,9%, 8,6 pp menos).

La evolución del crédito de entidades residentes muestra dos pautas bien diferenciadas según la finalidad a la que esté destinado. Así, en el tercer trimestre se aceleró la contracción de los pasivos de las sociedades ligadas a la construcción (9,3%, 1,5 pp más que en junio) y servicios inmobiliarios (1,5%, 0,5 pp más que a mediados de 2010). Por el contrario, en el resto de actividades se observó una recuperación, que fue especialmente marcada en los servicios no inmobiliarios (3,5% de crecimiento, 1,6 pp más alto que en el período anterior) y en la industria, cuya tasa, pese a ser todavía negativa (-0,7%), fue más baja que el -4% del segundo trimestre. Este patrón de mayor dinamismo también se habría extendido, dentro de estos últimos sectores, a las pymes, cuya financiación ban-

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

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.

caria experimentó una caída acusada durante la etapa más aguda de la crisis. Este desarrollo es consistente con la información que proporciona la encuesta del BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación, que indica que entre marzo y septiembre habría descendido el porcentaje de empresas a las que se les habría rechazado la concesión de nuevos préstamos.

Entre el resto de pasivos de las empresas destaca el mayor dinamismo del crédito comercial y del interempresarial, que, dada su naturaleza, se reflejó también en el activo de los

balances del sector. Así, según las Cuentas Financieras, el flujo asociado a dichos instrumentos supuso, entre julio y septiembre de 2010, en torno al 5 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, cuando hace apenas seis meses mostraba importes negativos.

La información de las Cuentas Financieras también muestra que el saldo de las operaciones financieras netas del sector empresarial volvió a presentar en el tercer trimestre de 2010 un signo acreedor, en términos acumulados de cuatro trimestres, y alcanzó un importe equivalente al 0,9 % del PIB (0,2 pp menos que en junio). 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, presentó un saldo negativo, como consecuencia del aumento de la inversión de empresas españolas en renta variable en el extranjero.

La contención de la deuda de sociedades, unida a la mejoría de los excedentes empresariales que recoge la Contabilidad Nacional en el tercer trimestre de 2010, permitió que la ratio de endeudamiento del sector continuara disminuyendo lentamente un trimestre más, desde el máximo que alcanzó en junio de 2009. El crecimiento de los ingresos y el descenso, en términos acumulados de doce meses, de los pagos por intereses determinaron también una caída de la carga financiera (véase gráfico 25). No obstante, la mejoría que se produjo en ese período en los mercados hizo que aumentara el valor que asignaban a los recursos propios, por lo que la rentabilidad de estos se redujo.

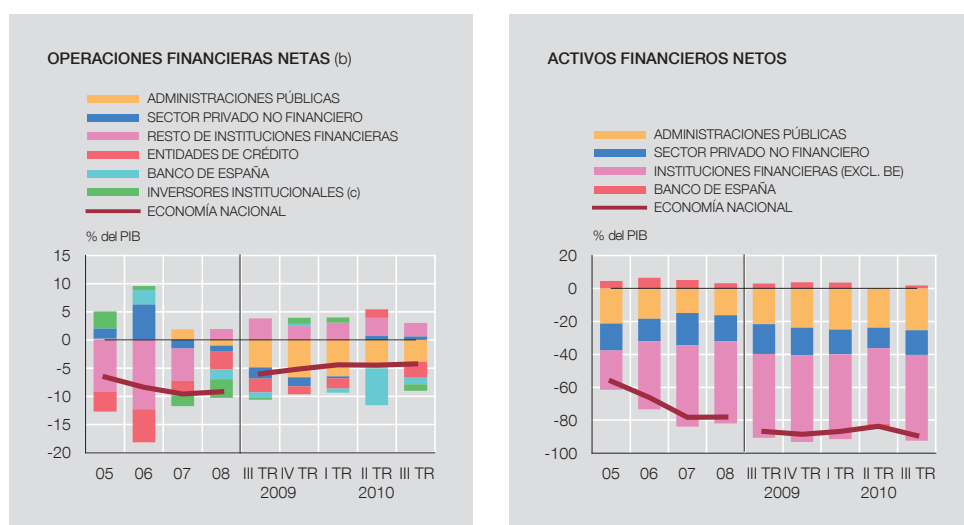
Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, también se observa una recuperación de las rentas empresariales en el tercer trimestre de 2010, de tal modo que el resultado ordinario neto de estas sociedades en los nueve primeros meses del año fue un 6,9 % superior al registrado en idéntico período de 2009. Gracias a ello, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios también aumentó, alcanzando el 5,5 %, 0,2 pp por encima del registro de septiembre de 2009. Esta evolución, unida al mantenimiento de los niveles de deuda, permitió que la ratio de endeudamiento y la carga financiera se redujeran ligeramente. Como resultado conjunto de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo volvieron a descender. No obstante, durante el último tramo del pasado ejercicio, los analistas han revisado a la baja sus expectativas con respecto a la evolución de los beneficios de las empresas cotizadas, sobre todo a corto plazo, y algo menos las correspondientes a horizontes más largos (véase gráfico 26).

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó creciendo en el tercer trimestre de 2010, y con mayor intensidad en los créditos a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio se incrementó 54 pb, que en los del resto de sociedades, que aumentó en 20 pb, de forma que se han ampliado las diferencias entre los indicadores de ambos sectores, situándose en septiembre en el 11,4 % y el 4 %, respectivamente.

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

En el tercer trimestre de 2010, según las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las AAPP se redujeron en una cifra equivalente al 1 % del PIB en términos acumulados anuales, si bien continúan en valores elevados (9,4 % del PIB) (véase cuadro 7).

Una vez más, la principal vía usada por las AAPP para su financiación fue la emisión de títulos de renta fija, canal por el que obtuvieron fondos equivalentes al 8 % del PIB (7 % a largo y 1 % a corto plazo), lo que supone 1 pp menos que en junio (véase gráfico 27). Los créditos aportaron otro 0,7 % del PIB, mientras que por el lado del activo crecieron las ad-



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.

quisiciones netas de valores (1 % del PIB, 0,4 pp más que a mediados del pasado ejercicio) y se redujeron los depósitos (-1,4 % del PIB, 0,7 pp más de reducción con respecto al segundo trimestre).

Con todo ello, el ritmo de crecimiento del endeudamiento de las AAPP sigue siendo alto (14,2 % en noviembre), si bien se ha moderado considerablemente con respecto a los máximos que alcanzó esa tasa al cierre de 2009. El aumento de los pasivos ha llevado a la ratio de deuda sobre PIB a situarse, en septiembre de 2010, próxima al 58 % del PIB, casi 1 pp más que en junio. La carga financiera asociada a estos pasivos también se ha elevado, aunque se encuentra en niveles relativamente reducidos (1,9 % del PIB).

### 5.5 La posición financiera frente al exterior

Las necesidades de financiación de la nación se han vuelto a reducir en el tercer trimestre de 2010, situándose en el 4,2 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, cifra 0,3 pp inferior a la registrada en junio, según las Cuentas Financieras. Este descenso se debió a la disminución de la posición deudora de las AAPP, que fue parcialmente compensada por la reducción del ahorro financiero neto de hogares y sociedades, mientras que la de las instituciones financieras apenas varió.

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al exterior muestra que entre julio y septiembre de 2010 las entidades de crédito fueron la principal vía de financiación de la economía, al captar del extranjero, en solo tres meses, el equivalente al 3,8 % del PIB (en términos netos), lo que contrasta con el segundo trimestre del año, en el que se produjo una salida neta de fondos por esta vía. El resto de sectores también mejoraron su capacidad de financiación exterior con respecto a las cifras de la primavera, siendo las AAPP las que en términos acumulados de cuatro trimestres habían logrado una mayor cantidad de recursos del resto del mundo (3,9 % del PIB) (véase gráfico 28). Esta normalización permitió que aumentaran los activos netos del Banco de España frente al resto del mundo, tras el descenso de los meses precedentes, por un importe equivalente al 4,5 % del PIB. En el cuarto trimestre, y de acuerdo



% del PIB	2007	2008	2009	2010		
				I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-9,6	-9,2	-5,1	-4,4	-4,5	-4,2
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	14,2	1,3	-1,5	-0,7	-2,6	-3,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	1,5	-1,3	-3,2	-2,1	-1,4	-2,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	4,2	-0,5	-1,7	-1,6	-1,1	-1,8
Valores distintos de acciones	1,6	1,3	0,0	-0,3	-3,9	-5,8
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,8	1,6	1,2	0,7	-2,0	-2,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,0	-1,3	-0,5	-0,2	-1,4	-2,3
Acciones y otras participaciones	8,8	1,9	1,5	1,3	1,7	2,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	6,6	3,1	0,1	0,2	0,6	1,8
<i>Inversores institucionales (b)</i>	-1,1	-1,6	0,3	0,7	1,0	1,0
Préstamos	1,2	0,8	0,2	0,0	-0,7	-0,1
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	23,8	10,5	3,6	3,8	1,8	0,9
Depósitos	6,7	8,0	-0,5	0,1	1,6	-0,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	6,7	6,2	0,7	-0,6	-4,7	-2,9
Valores distintos de acciones	8,1	-2,7	3,8	3,4	0,6	0,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,3	1,1	5,4	5,7	4,2	3,4
<i>Entidades de crédito</i>	3,6	-1,9	1,1	0,9	-0,4	-0,6
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,8	-1,9	-2,6	-3,1	-3,2	-2,2
Acciones y otras participaciones	4,6	3,2	0,8	1,3	0,8	0,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,7	2,4	0,1	0,4	0,4	0,5
Préstamos	3,1	2,7	0,3	-0,5	-1,1	-0,1
Otros neto (c)	0,3	0,6	-0,8	-1,1	-1,7	-1,8
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	9,5	4,7	0,6	-0,9	-0,7	1,0
Inversión directa del exterior en España	4,5	4,6	0,5	0,7	-0,2	0,3

FUENTE: Banco de España.

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

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

con la información incompleta procedente de la Balanza de Pagos (que cubre solo hasta noviembre), siguieron recuperándose los activos exteriores netos del Banco de España.

El detalle por instrumentos muestra que el grueso de las entradas de capital se canalizó a través del mercado interbancario, que, en términos netos, permitió captar a las entidades de crédito fondos equivalentes al 2,2% del PIB, al tiempo que también aumentaron las compras por parte del resto del mundo de valores distintos de acciones, indistintamente del emisor, cuando apenas tres meses antes los no residentes habían deshecho posiciones en esos activos. También creció la inversión directa del exterior en España, recuperando, en términos acumulados de cuatro trimestres, cifras positivas (0,3% del PIB, 0,5 pp más que en junio) (véase cuadro 9).



Las salidas de capital fueron ligeramente negativas (-0,3 % del PIB en el trimestre), pero en una cuantía inferior a la del segundo trimestre, cuando alcanzaron el -1,6 % del PIB. Por instrumentos, destacaron los valores distintos de acciones, con unos flujos negativos del 1,8 % del PIB (-5,8 % del PIB en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 9). Por el contrario, siguió aumentando la compra de acciones y otras participaciones, que entre julio y septiembre se situaron en el equivalente al 1,6 % del PIB. En línea con esta evolución, los flujos de inversión directa de España en el exterior se recuperaron con respecto a tres meses antes (1 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres).

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros con el resto del mundo y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española frente al resto del mundo equivalía, según las cuentas financieras, al 89 % del PIB en el tercer trimestre de 2010, casi 6 pp más que en junio (véase gráfico 28). Este incremento fue debido al aumento (del 5,8 % del PIB) del saldo deudor de las instituciones financieras (excluido el Banco de España) frente a los no residentes y, en menor medida, del sector privado no financiero y de las AAPP, mientras que el Banco de España recuperaba su posición acreedora frente al exterior.

31.1.2011.

LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN ESPAÑOLA Y PERSPECTIVAS  
A CORTO PLAZO

## La evolución reciente de la inflación española y perspectivas a corto plazo

Este artículo ha sido elaborado por Luis Julián Álvarez, Samuel Hurtado e Isabel Sánchez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

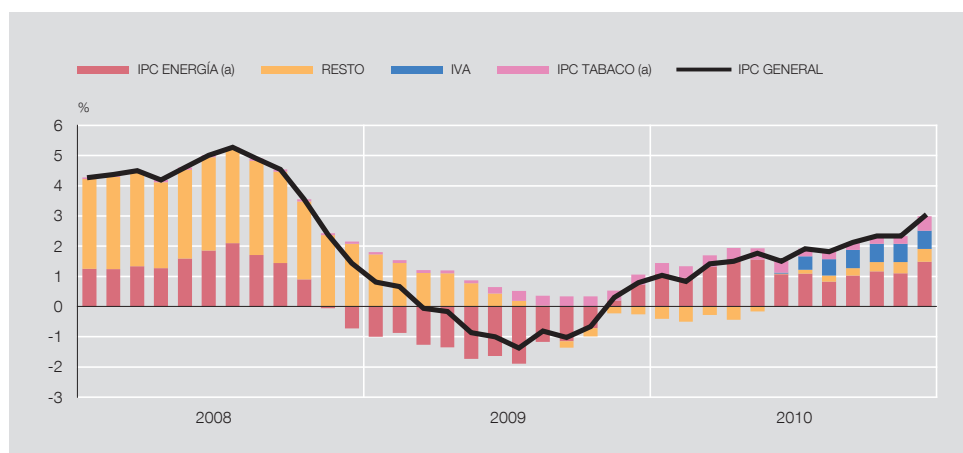
La crisis económica, y en especial la acusada contracción del consumo privado, provocó una sustancial moderación de la inflación en España, aproximada por la tasa de crecimiento del índice de precios de consumo (IPC). En particular, el IPSEBENE —que, al excluir del índice general los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, refleja mejor las presiones inflacionistas internas— se desaceleró bruscamente desde tasas de crecimiento cercanas o superiores al 3 % en los años anteriores a 2008, hasta una tasa media del 0,8 % en 2009 y del 0,6 % en 2010. Sin embargo, en los últimos meses la inflación española ha vuelto a incrementarse notablemente. En concreto, el IPC aumentó un 3 % interanual en diciembre de 2010, 2,2 puntos porcentuales (pp) por encima de la tasa observada el mismo mes del año anterior, y la estimación de avance del IPC para enero de 2011 ha sido del 3,3 %. El IPSEBENE también repuntó desde tasas cercanas a cero en los primeros meses de 2010, hasta un 1,5 % en diciembre. Esta evolución responde, sobre todo, a un número reducido de factores, entre los que se encuentran el encarecimiento de las materias primas en los mercados internacionales, algunas subidas impositivas —que se enmarcan dentro del conjunto de medidas de consolidación fiscal— y el aumento de determinados precios regulados. Estos factores han supuesto que el ritmo de avance de los precios en España haya sido superior al del resto de países de la zona del euro, de modo que el diferencial de inflación con esa área, que fue negativo en 2009, se incrementó gradualmente en 2010, pasando a ser positivo.

En esta situación, es importante tener en cuenta que las perspectivas de inflación en 2011 van a verse afectadas por un efecto puramente estadístico, derivado de que la inflación interanual depende, por construcción, de lo que ha ocurrido en el mes al que hace referencia y de lo sucedido en los once meses anteriores. De esta manera, fenómenos como los antes mencionados tienen un efecto directo inmediato sobre el nivel de precios que afecta a la tasa de inflación interanual durante doce meses, al cabo de los cuales, si no se transmite hacia otros precios, tiende a desaparecer automáticamente. Para conseguir que ello sea así, es imprescindible contener y compensar los denominados «efectos indirectos» y evitar los efectos de segunda vuelta<sup>1</sup>. En la primera sección de este artículo se describe el papel de los factores que han impulsado recientemente la inflación en España y se analiza la evolución del diferencial de inflación con la UEM. La segunda sección examina la manera en que la mera desaparición de los efectos base tenderán a reducir la tasa de inflación a lo largo de 2011, así como las condiciones necesarias para asegurar que el impacto de las perturbaciones antes comentadas sobre la inflación sea puramente transitorio.

### **La evolución de la inflación durante 2010**

Para explicar la evolución de la inflación durante el año pasado resulta de utilidad realizar una descomposición contable de la tasa interanual del IPC, en la que se aísle la contribución de sus determinantes más significativos, como los precios de la energía y del tabaco, y los cambios impositivos y de los precios regulados. El gráfico 1 pone de manifiesto la importan-

<sup>1</sup>. Por efectos indirectos se entienden aquellos que provocan alzas de precios de los bienes y servicios que utilizan algunos de los *inputs* que se han encarecido, como, por ejemplo, la energía. Por efectos de segunda vuelta, los que tienen lugar cuando el alza de precios inicial induce una revisión generalizada de las expectativas de inflación que se traslada a los precios finales de forma permanente, debido a la reacción de empresas y trabajadores para preservar sus márgenes y salarios en términos reales.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. IPC energía e IPC tabaco no incluyen el efecto estimado del aumento de los tipos impositivos del IVA.

cia cuantitativa de estos efectos. Así, de los 2,2 pp de aumento de la inflación entre diciembre de 2010 y diciembre de 2009, algo más de dos tercios (1,5 pp) vendrían explicados por la evolución de esos factores y apenas un tercio (0,7 pp) por la trayectoria del resto de artículos de la cesta, una parte de la cual sería, además, reflejo de un elemento de índole externa, como es la depreciación del euro<sup>2</sup>. El impacto sobre la inflación de los aumentos de la imposición indirecta y del encarecimiento de la energía<sup>3</sup> fue aproximadamente similar (0,7 pp en los dos casos).

El IPC de los bienes energéticos aumentó un 15,6% interanual en diciembre de 2010, 8 pp más que en el mismo mes del año anterior. Esta evolución de los precios energéticos en el transcurso de 2010 refleja tanto perturbaciones de naturaleza externa (en particular, el encarecimiento del barril de petróleo medido en euros) como aumentos de la imposición indirecta (entre otros, el del IVA, que se comenta más adelante) y de los precios regulados. En primer lugar, el petróleo se encareció sustancialmente durante el año 2010, en un contexto de notable aumento de la demanda de los países emergentes y de escasez de nuevas prospecciones. Así, el barril de Brent del Mar del Norte cotizó a 92 dólares por barril en diciembre de 2010, lo que contrasta con los 74 dólares de finales de 2009. Adicionalmente, la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar amplificó esta perturbación, por lo que el petróleo alcanzó los 70 euros por barril en diciembre de 2010, casi un 40% por encima del valor en el mismo mes del año anterior. Esta evolución se reflejó especialmente en los precios de los carburantes —como el diésel y la gasolina— y en los de otros combustibles —como el gasóleo de calefacción—. En segundo lugar, los precios de consumo del gas natural y del butano contribuyeron igualmente a incrementar la tasa de inflación, puesto que dependen de las cotizaciones de futuros del gas, así como de las cotizaciones del Brent. El componente del IPC del gas aumentó un 13,8% interanual en diciembre de 2010, algo más de 30 pp por encima de la misma fecha del año anterior. En tercer lugar, el aumento del precio minorista de la electricidad en enero y octubre de 2010, con objeto de acercar el precio de consumo

2. En particular, la evolución alcista de los precios de consumo de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos durante 2010 vendría explicada, en parte, por el encarecimiento de los bienes importados. Los precios de producción interior de este tipo de bienes también mostraron cierta recuperación a lo largo del año, si bien dentro de un contexto general de moderación, marcado por la debilidad que siguió mostrando el consumo privado. 3. Esta cifra recoge exclusivamente el efecto directo sobre los propios precios de la energía, por lo que no tiene en cuenta efectos indirectos y de segunda vuelta en los precios de otros bienes y servicios [véase Álvarez et ál. (2009)].

a su coste de generación, también fue un elemento que impulsó al alza el IPC general. En concreto, el IPC de electricidad aumentó en diciembre de 2010 un 7,9%, frente al 6,3% de finales de 2009<sup>4</sup>.

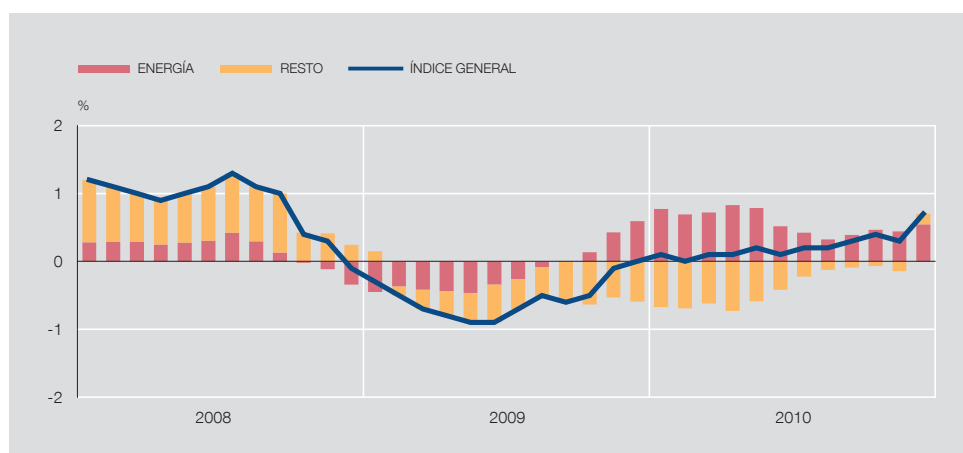
Entre las medidas de consolidación fiscal con efectos sobre los precios cabe destacar el incremento de los tipos del IVA aprobado en los Presupuestos Generales del Estado para 2010 y que entró en vigor en julio de ese año. En concreto, el tipo general aumentó 2 pp, hasta el 18%, y el reducido, 1 pp, hasta el 8%, mientras que el superreducido se mantuvo en el 4%. De acuerdo con la información proporcionada por el INE, si la traslación de la variación impositiva hubiera sido completa, los precios finales habrían aumentado 1,1 pp. Aunque la estimación del grado de traslación efectiva de las variaciones de la imposición indirecta sobre los precios es una tarea compleja<sup>5</sup>, los resultados de las diferentes aproximaciones utilizadas coinciden en señalar que esa traslación efectiva fue de alrededor del 50% del total<sup>6</sup>, de modo que los márgenes empresariales disminuyeron para absorber parte de esa subida impositiva. En concreto, se estima que el aumento del IVA explicaría 0,6 pp de la variación del IPC general, habiéndose producido el grueso del impacto en julio<sup>7</sup>.

Finalmente, en diciembre de 2010 se produjo un aumento del impuesto sobre las labores del tabaco. En el caso de este producto, las empresas no solo trasladaron íntegramente este incremento impositivo a los precios finales, sino que estos registraron también aumentos adicionales, de modo que en diciembre de 2010 los precios del tabaco aumentaron más del 20% interanual, más del doble de lo que justificaría, en principio, la subida de impuestos.

El repunte de la inflación observado en España en los últimos meses ha sido más intenso que el registrado en la UEM, de modo que el diferencial de inflación de España con la zona del euro pasó de ser nulo en diciembre de 2009 a suponer 0,7 pp en diciembre del pasado año (véase gráfico 2). Esta cifra se explica, en gran medida, por el componente energético, que contribuyó en 0,5 pp a esa ampliación del diferencial durante 2010. De hecho, el diferencial en términos del IAPC no energético fue negativo desde febrero de 2009 hasta noviembre de 2010, y alcanzó 0,2 pp a finales del último ejercicio. El mayor gasto relativo de los hogares españoles respecto a los de la UEM en los productos derivados del petróleo, así como la menor carga impositiva en nuestro país, tienden a generar una respuesta más intensa de las variaciones del precio de la energía en España ante cambios en los del petróleo, tanto cuando este se abarata como cuando —y este es el caso de 2010— se encarece. En España, los impuestos suponen aproximadamente la mitad del precio de venta al público de estos productos, mientras que en la UE su peso se aproxima a los dos tercios, de modo que la repercusión del coste del petróleo en los precios finales de los combustibles es mayor en España que en la UE. A esto se habrían sumado mayores aumentos en España de los precios del gas y de la electricidad, que se encuentran regulados.

---

4. Recientemente se ha aprobado un aumento sustancial (9,8%) de la tarifa eléctrica de último recurso, que ha entrado en vigor en enero de 2011. 5. La traslación depende de distintos factores, como la elasticidad de la demanda de los hogares, la estructura de costes de las empresas y el papel de las expectativas en los procesos de determinación de precios. Además, estos factores inciden de manera desigual sobre los diferentes mercados de bienes y servicios. 6. La traslación estimada es inferior a la observada con los incrementos de IVA de 1992 y 1995, lo que sería coherente con la debilidad del consumo de las familias. 7. Este resultado corresponde al obtenido con un enfoque de naturaleza incondicional [véase Banco de España (2010)]. En este procedimiento se ha descompuesto la variación intermensual observada en los precios de consumo de julio, agosto y septiembre de 2010 para cada una de las 126 subclases del IPC (por ejemplo, pescado fresco) en un componente estacional —que se corresponde con las tasas intermensuales de los mismos meses de 2009— y en un término residual, que se asocia al aumento del IVA. Adicionalmente, se ha depurado este término para garantizar que la traslación estimada no pueda ser inferior a cero o superior a la unidad. Los resultados para cada una de las subclases se han agregado posteriormente según las ponderaciones de cada una de las subclases en el IPC.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

Durante el año 2010 también se produjeron cambios en la imposición indirecta en otros países, destacando los aumentos de los tipos del IVA<sup>8</sup> en Grecia y en Portugal, a lo que se añadieron aumentos de los impuestos específicos sobre el tabaco en Holanda y en Eslovenia. En su conjunto, los cambios impositivos en el total de la UEM explicarían unas tres décimas del aumento de la tasa interanual del IAPC en diciembre, mientras que en España supondrían unas siete décimas.

Esta evidencia sugiere que el aumento del diferencial de precios de España con la UEM en 2010 es consecuencia, sobre todo, de la trayectoria de los precios de la energía y de la subida de impuestos indirectos. Así, si se observan los precios de los componentes no energéticos, y se aísla el efecto de los cambios impositivos<sup>9</sup>, se aprecia una evolución bastante estable del diferencial de inflación respecto a la zona del euro, salvo en el caso de los bienes industriales no energéticos, cuyo diferencial negativo se estrechó a lo largo del año.

### **Perspectivas de inflación en 2011: la desaparición de los efectos base**

Las perturbaciones específicas que afectaron a la inflación española durante 2010 tienen efectos muy relevantes en la trayectoria de los precios que va a observarse durante el presente año. El primero de los efectos es de naturaleza puramente estadística, derivado de que la inflación interanual se ve afectada por lo que ha ocurrido en el último mes, pero también por lo que ha sucedido en los once meses anteriores. El segundo efecto tiene que ver con el propio desarrollo del proceso inflacionista y depende de cómo esas perturbaciones repercutan en los costes de las empresas y en sus precios finales.

Respecto al primero de los efectos, es claro que las perturbaciones procedentes de la trayectoria de los mercados internacionales de materias primas o de los aumentos en la imposición indirecta tienen un impacto *directo* inmediato sobre el nivel de precios que afecta a la tasa de inflación interanual durante doce meses, al cabo de los cuales, si no se transmite hacia otros precios, tiende a desaparecer automáticamente (véase recuadro 1). Por ejemplo, el intenso encarecimiento del petróleo en 2008 dio lugar a un fuerte aumento de la tasa de inflación en ese año, pero el efecto de comparación con los precios de un año antes hizo que en 2009 la tasa interanual del IPC se moderara sustancialmente (véase gráfico 1). Estos desarrollos ponen de manifiesto la relevancia de separar los efectos sobre la inflación que

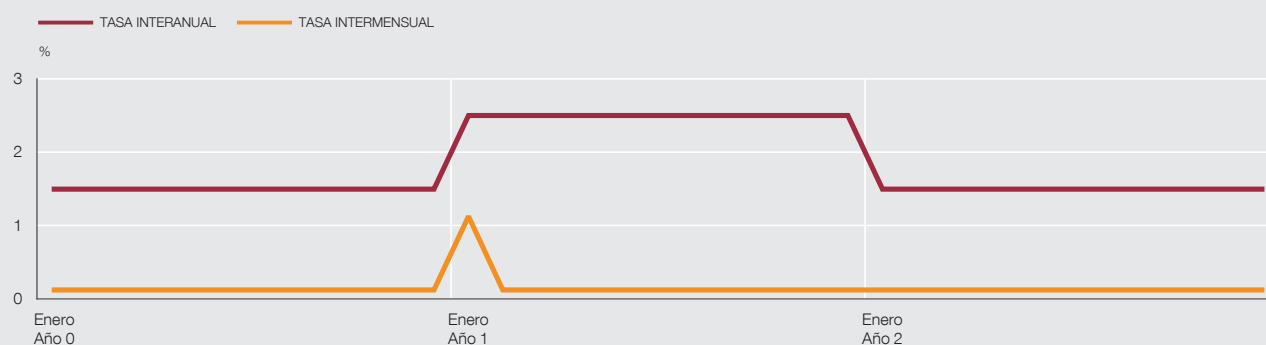
8. En sentido contrario, el IVA sobre los servicios de alojamiento se redujo en Alemania, al igual que el de bares y restaurantes en Finlandia. 9. Un análisis comparativo en términos homogéneos con cierto grado de detalle exigiría disponer de estimaciones desagregadas del impacto sobre los precios de los cambios fiscales y de precios regulados en los países de la zona del euro, información de la que desafortunadamente no se dispone.

El análisis y el seguimiento de la inflación en términos del IPC suelen realizarse en términos de su tasa de variación interanual. Esta muestra en qué medida cambia el índice de precios en un mes respecto al del mismo período del año anterior. El uso de esta medida supone que la evolución de la inflación interanual se ve afectada por lo que ha ocurrido en el último mes, pero también por lo que ha sucedido en los once meses anteriores. Para ilustrar su impacto se presenta un ejemplo sencillo, en el que los precios de consumo aumentan el año cero a un ritmo constante (1,5% interanual y 0,12% intermensual). Se supone que en enero del año 1 se produce un aumento adicional de la variación intermensual de 1 pp, que afecta solo a ese mes,

como el que podría estar asociado a un cambio impositivo<sup>1</sup>. Si el aumento intermensual retorna al 0,12% en febrero, la consecuencia de este incremento transitorio es que la tasa de crecimiento interanual se situaría en el 2,5% durante doce meses, hasta enero del año 2, cuando desaparecería el efecto de comparación y el ritmo de variación respecto al mismo mes del año anterior volvería al 1,5%. Este ejemplo pone de manifiesto la relevancia de separar los efectos corrientes, que son reflejo de la situación actual, de los efectos de comparación, que están asociados a sucesos pasados.

1. El aumento del nivel de precios tendría un carácter permanente.

EFECTO DE UNA PERTURBACIÓN TRANSITORIA SOBRE LA TASA DE INFLACIÓN

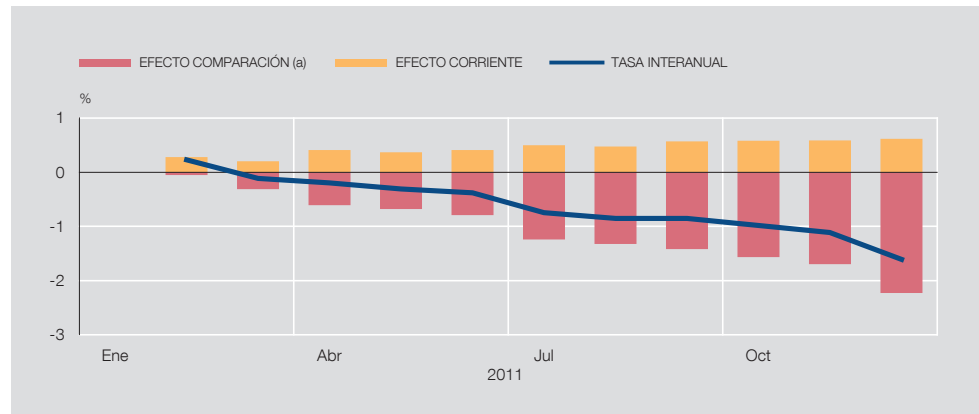


FUENTE: Banco de España.

son reflejo de la situación actual, o *efectos corrientes*, de los *efectos de comparación* (o *efectos base*), que están asociados a sucesos pasados. Así, atendiendo al efecto puramente estadístico mencionado, el impacto de las subidas impositivas y de los incrementos en los precios de la energía sobre la inflación observada durante 2010 tenderá a desaparecer en 2011, ejerciendo un papel moderador sobre la tasa de variación interanual a lo largo del presente año.

El gráfico 3 presenta la contribución que estos sucesos del año 2010 tendrían sobre la variación interanual del IPC en 2011. Para simplificar la lectura del gráfico se presentan los cambios respecto a la tasa interanual de enero de este año, considerando el indicador adelantado estimado para el IPC (3,3%). Estos efectos de comparación son cuantitativamente muy relevantes sobre la trayectoria esperada, pues supondrán que la tasa de inflación esperada para diciembre de 2011 sería 2,2 pp inferior a la de enero. El papel moderador sobre la inflación aumentará conforme avance el año, siendo particularmente importantes las reducciones de la tasa interanual asociadas a la desaparición del efecto base derivado del aumento del IVA en el tercer trimestre y del encarecimiento del petróleo en el cuarto trimestre.

Junto a estos efectos mecánicos, la evolución de la inflación durante el presente ejercicio dependerá de otros factores, como la evolución de los costes de producción, muy ligados a los precios de las materias primas en los mercados internacionales, así como a la negociación salarial y a la determinación de los márgenes empresariales. A continuación se presentan



FUENTE: Banco de España.

a. Incluye energía, tabaco e IVA.

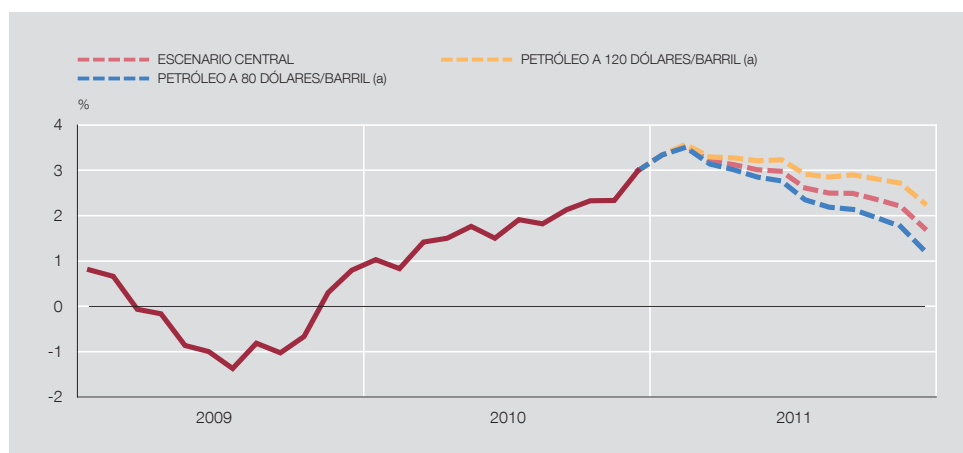
proyecciones sobre la tasa de inflación a lo largo de 2011, realizadas bajo determinados supuestos técnicos que afectan, entre otros, a la evolución de los precios de las materias primas y del tipo de cambio del euro, y sobre la base de que los efectos indirectos y de segunda vuelta tienen un efecto limitado. Cualquier desviación en la evolución efectiva de las distintas variables contempladas en relación con estos supuestos se reflejará naturalmente en el desarrollo final de la inflación.

En efecto, las fluctuaciones de la inflación están estrechamente ligadas a la de la evolución del precio del petróleo en euros, por lo que la hipótesis empleada sobre esta variable resulta clave para la obtención de proyecciones de inflación. El escenario central considerado en este artículo es que el precio del petróleo evolucionaría de acuerdo con los mercados de futuros de esta materia prima, que actualmente es de alrededor de 97 dólares por barril a lo largo del período de proyección. Por lo que respecta al tipo de cambio del euro, se supone que esta variable se mantiene a lo largo de 2011 en el valor observado en los mercados de contado en el promedio de los últimos diez días, lo que implicaría 1,31 dólares por euro. En este contexto, aunque el IPC podría volver a repuntar en febrero, hasta el 3,5 %, durante los siguientes meses de 2011 se produciría una desaceleración gradual del índice general, ligada fundamentalmente a los efectos de comparación comentados con anterioridad. Bajo esos supuestos, la tasa interanual del IPC alcanzaría el 1,7 % en diciembre de 2011.

Posiblemente, una de las principales fuentes de incertidumbre en esa proyección es la evolución del precio del petróleo. Por ello, se han considerado dos escenarios alternativos en los que el precio del petróleo se sitúa por encima o por debajo del supuesto central antes presentado, de modo que se encarece hasta alcanzar los 120 dólares por barril en diciembre de 2011 o se abarata hasta los 80 dólares por barril a finales de este año. La intensidad de los efectos de comparación supone que, incluso en el escenario adverso, el ritmo de variación interanual del IPC se reduciría hasta el 2,2 % en diciembre del presente año (véase gráfico 4). En el escenario favorable, la inflación disminuiría hasta una tasa interanual del 1,2 % en ese mes<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Una evolución similar puede estimarse para el IPSEBENE en 2011, aunque con variaciones algo más moderadas. Este índice presentó unos niveles muy moderados durante 2010 (0,6 % en el promedio del año), si bien describiendo una trayectoria creciente, impulsada por el aumento de los tipos impositivos del IVA y de los precios del tabaco. Se estima que el IPSEBENE alcanzaría el 1,3 % interanual en diciembre de este año, dos décimas por debajo de su tasa de diciembre de 2010.





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Valores en diciembre de 2011.

Como se ha señalado, las proyecciones anteriores están realizadas bajo el supuesto de que los agentes sociales son plenamente conscientes de los elevados costes que conllevaría una reacción inadecuada a las perturbaciones de inflación registradas durante 2010, como han mostrado episodios similares que tuvieron lugar en el pasado, de modo que esa eventual respuesta es muy limitada. A este respecto, hay que recordar que España es un importador neto de petróleo, por lo que su encarecimiento representa una transferencia de renta de los hogares y de las empresas españoles a los productores extranjeros. Asimismo, los aumentos de los tipos de gravamen del IVA y del impuesto sobre las labores del tabaco suponen un incremento del flujo de rentas que los hogares y las empresas hacen llegar a las AAPP. Cualquier intento de eludir el ajuste implícito de las rentas reales que dichos fenómenos comportan mediante aumentos de precios y de salarios solo conduciría al mantenimiento de tasas de inflación más elevadas, con la consiguiente pérdida de competitividad y reducción de empleo y de actividad.

En resumen, la inflación española experimentó una sustancial moderación en 2009 y 2010, en un contexto de crisis económica y de acusada contracción del consumo privado que permitió un drástico recorte del diferencial de inflación de España con la zona del euro, que se hizo negativo en el promedio de 2009 y fue prácticamente nulo durante la primera mitad de 2010 (frente a un diferencial medio desde el inicio de la UEM de 0,9 pp). Por su parte, este repunte reciente de la inflación debería ser, en principio, temporal, pues una parte significativa del mismo obedece al impacto transitorio de algunas medidas impositivas (y a las alzas de determinados precios regulados) que tienen efecto de una sola vez sobre el nivel de precios y que, por lo tanto, desaparecen de la tasa interanual de inflación transcurridos doce meses desde su implantación (en concreto, a partir del mes de julio, un año después del incremento del IVA). Lo mismo ocurre con los aumentos del precio del petróleo registrados en 2010, el segundo factor que subyace al incremento reciente de la inflación, si bien existen más dudas sobre su evolución en 2011. Pero incluso bajo supuestos severos sobre su comportamiento en 2011, y sobre la base de que los efectos indirectos y de segunda vuelta son limitados, la tasa de inflación se desaceleraría sustancialmente en los meses finales de 2011, debido a la magnitud de los efectos base.

31.1.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, L. J., S. HURTADO, I. SÁNCHEZ y C. THOMAS (2009). «Una aproximación al impacto del precio del petróleo sobre la economía española y la de la zona del euro», *Boletín Económico*, marzo.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2010). «Evolución económica y monetaria», recuadro 3, “Los efectos de base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC en 2010”, *Boletín mensual*, enero.
- BANCO DE ESPAÑA (2010). «Informe trimestral de la economía española», recuadro 4, “Una evaluación preliminar del efecto sobre la inflación del aumento de los tipos del impuesto de valor añadido”, *Boletín Económico*, octubre.

EL AJUSTE DEL CONSUMO DURADERO Y NO DURADERO EN ESPAÑA  
DURANTE LA CRISIS ECONÓMICA

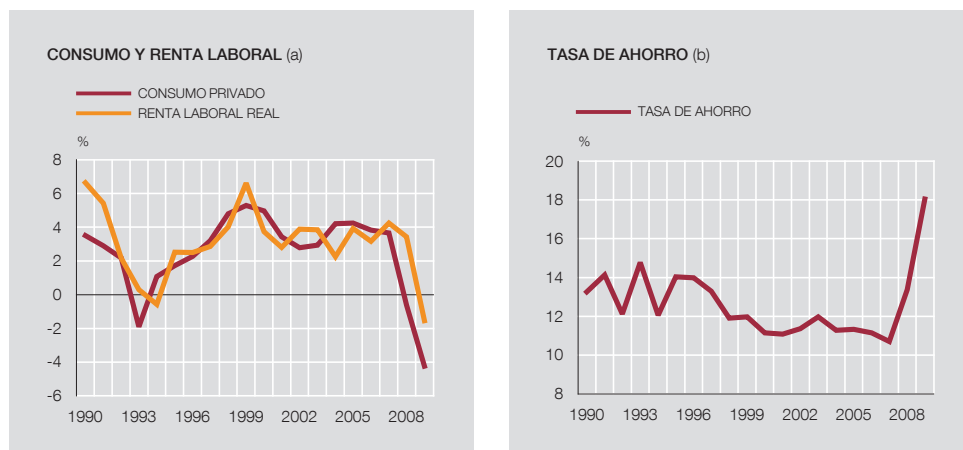
Este artículo ha sido elaborado por Teresa Sastre y José Luis Fernández-Sánchez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Uno de los rasgos más destacados del último período de crisis económica en España ha sido el fuerte retraimiento de la demanda de los hogares, tanto en consumo de bienes y servicios como en inversión en activos residenciales. El consumo privado retrocedió un 5 % acumulado en el período de 2008-2009, mientras que la tasa de ahorro de las familias se elevó, al final de 2009, hasta el 18 % de la renta disponible, lo que constituye el máximo de las tres últimas décadas (véase gráfico 1). Esta evolución estuvo ligada, indudablemente, al impacto de la caída del empleo sobre la renta de las familias. No obstante, un ajuste tan intenso del gasto de los consumidores, que superó con creces al que tuvo lugar en la crisis de la primera mitad de los años noventa, parece obedecer, además de al deterioro de las rentas laborales, a otro tipo de factores, que, en general, no afectan a la renta corriente, sino al flujo esperado de rentas futuras.

En primer lugar, la pérdida de valor de la riqueza financiera, que experimentó una notable caída entre el comienzo de 2008 y la primavera de 2009, así como la desvalorización de los activos residenciales, han contribuido a que las familias revisen a la baja sus ingresos esperados y a que reduzcan su consumo más allá de lo que se explicaría por la evolución de la renta corriente. Además, durante el período de 2008-2009, la economía mundial y, sobre todo, las economías más desarrolladas experimentaron una profunda crisis financiera y de confianza, que ha elevado el grado de incertidumbre y ha conducido a una reevaluación de los riesgos por parte de todos los agentes económicos. En el caso de los consumidores, esto se ha traducido en un mayor nivel deseado de ahorro respecto al que correspondería a situaciones de menor incertidumbre —ahorro por motivo de precaución—, que no es ajeno a las perspectivas más inseguras de los consumidores respecto a la evolución futura del empleo. Otro elemento que ha podido contribuir a elevar la tasa de ahorro es el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito bancario, que se habría visto impulsado por el propio deterioro de la economía. Por último, la perspectiva y la ulterior materialización de abultados déficits públicos han podido inducir un aumento de la tasa de ahorro de los hogares, ante la posibilidad de que la corrección de tales déficits y los costes de la financiación de la deuda pública puedan requerir impuestos más elevados, que terminen traduciéndose en una menor renta disponible en el futuro.

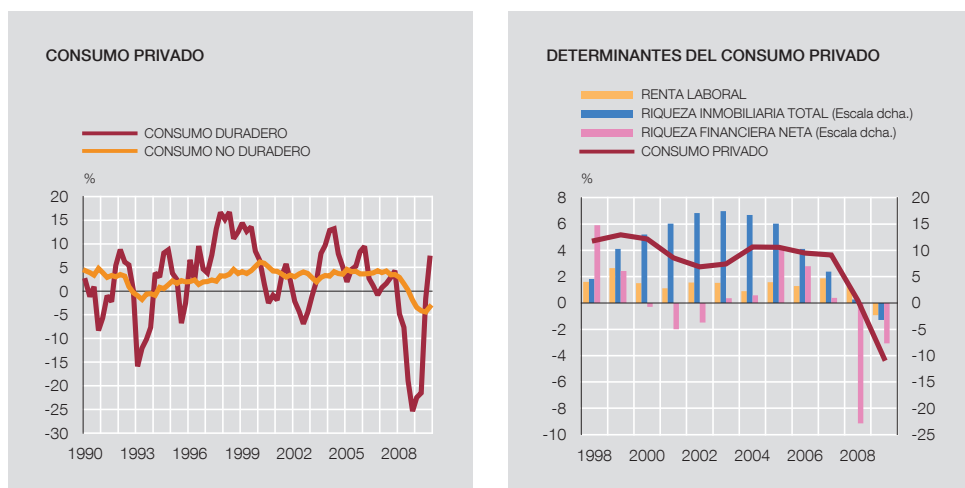
Evaluar la importancia relativa de estos factores no es una tarea fácil, debido a la interdependencia que hay entre ellos. Una manera simplificada de abordar esta cuestión es cuantificar, a partir de modelos econométricos específicamente diseñados para incorporar algunos de estos elementos, en qué medida contribuye cada uno de ellos a explicar la evolución reciente del consumo privado. Este artículo analiza el proceso de ajuste del gasto de las familias que tuvo lugar en España en el período 2008-2009, concentrándose en el examen de la parte de la respuesta del consumo que se puede atribuir a la pérdida de valor de la riqueza y a la desaceleración de la renta. Para ello se emplea un modelo empírico basado en las teorías de renta permanente, que supone una actualización del trabajo de Sastre y Fernández-Sánchez (2005), al que se han incorporado algunos elementos novedosos. La distinción entre el consumo de bienes duraderos y el de no duraderos que incluye el modelo resulta particularmente relevante, dada la mayor intensidad del ajuste del primero durante la crisis (véase el panel izquierdo del gráfico 2).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Tasa de variación anual.
- b. Ratio respecto a la renta bruta disponible.

CONSUMO DURADERO Y NO DURADERO Y SUS DETERMINANTES (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Tasas de variación anual.

Este artículo se organiza en tres secciones, además de esta introducción. En el siguiente apartado se presentan las estimaciones del modelo empleado en el análisis, un modelo multivariante con mecanismos de corrección del error (VECM). A continuación, se ilustra el funcionamiento y los mecanismos de ajuste del modelo mediante varias simulaciones, y se extraen algunas implicaciones sobre la evolución del consumo privado en España en el período de 2008-2009. Por último, se resumen las principales conclusiones.

**Un modelo empírico del gasto en bienes duraderos y no duraderos**

LAS VÍAS DE AJUSTE A CORTO PLAZO EN LOS MODELOS DE RENTA PERMANENTE

Las teorías de la renta permanente y del ciclo vital y, en general, cualquier hipótesis de maximización intertemporal de la utilidad de los consumidores implican que la senda de gasto de los hogares está determinada por su renta permanente o riqueza total (tanto la que se materializa en activos como la que lo hace en capital humano) a lo largo de su vida. Si se producen variaciones de carácter permanente que afectan a dicha riqueza total, ya sea por un cambio del valor esperado de los activos, ya sea por una revisión de las expectativas de renta laboral — el rendimiento del capital humano —, la senda de largo plazo del consumo también se modifica.

A corto plazo, los consumidores reajustan su perfil temporal de gasto para adecuarlo a los cambios en su riqueza total, intentando preservar un patrón de evolución suave del consumo.

En ausencia de incertidumbre, los consumidores toman decisiones en función de unas expectativas que tienen un valor cierto en cada momento del tiempo. Cuando anticipan menores ingresos renuncian a consumir una parte de los ingresos corrientes con el fin de mantener un nivel de gasto más uniforme en el futuro. El ahorro constituye, así, el principal mecanismo para «suavizar» el gasto en el corto plazo. La posibilidad de endeudarse proporciona a los consumidores un mecanismo de suavización similar, permitiendo en algunos períodos un nivel de gasto por encima de los ingresos corrientes, incluso a hogares que no cuentan con un nivel previo de ahorro. Si, por alguna razón, los consumidores ven limitada la posibilidad de endeudarse, ello reduce su capacidad potencial de suavizar el consumo y eleva su nivel deseado de ahorro.

La distinción entre bienes de consumo de carácter no duradero —los que se agotan en el momento en que son consumidos— y bienes duraderos —los que proporcionan una corriente de servicios de consumo durante varios períodos— es relevante a la hora de analizar la senda de gasto de los hogares, pues los costes de ajuste de unos y otros son de naturaleza distinta. Varios estudios reconocen que las decisiones de adquirir estos dos tipos de bienes no son independientes<sup>1</sup>, pudiendo constituir la decisión de adquirir bienes duraderos un mecanismo para preservar la suavidad del gasto en bienes y servicios no duraderos. El tipo de costes que entraña la adquisición de bienes duraderos conlleva que los ajustes al *stock* deseado se realicen no de forma continua, sino en intervalos discretos<sup>2</sup>. A la hora de decidir el importe de la compra y el momento en que se realiza, el consumidor puede adelantar o posponer el gasto en función de determinados factores. Es esta posibilidad de decidir cuándo van a realizar el gasto la que permite a los consumidores utilizar la adquisición de bienes duraderos como mecanismo de absorción de perturbaciones y facilitar, así, una respuesta más suave del consumo no duradero ante ellas<sup>3</sup>.

En un marco teórico con incertidumbre, las expectativas sobre las variables que determinan las decisiones de los agentes no tienen un valor cierto, sino que representan un rango de situaciones posibles a las que se asocia una determinada probabilidad de que ocurran. En este contexto, la teoría del consumidor pronostica que los hogares, además de ahorrar porque anticipan pérdidas de renta permanente, mantienen también un volumen de ahorro para protegerse del riesgo que implica la ausencia de certidumbre respecto a las variables fundamentales que determinan sus decisiones —ahorro por motivo de precaución—. Conforme señalan varios modelos teóricos, este tipo de ahorro, dado su carácter de cobertura de un posible riesgo, tiende a materializarse en activos relativamente líquidos, de fácil transformación en fondos con los que poder afrontar situaciones adversas. Los bienes de consumo duradero resultan poco apropiados a estos efectos debido a su carácter poco líquido. Así, en situaciones de aumento del grado de incertidumbre, los consumidores tenderán a posponer este tipo de gasto, optando por mantener activos más líquidos, propiciando, con ello, un ajuste especialmente centrado en el gasto en bienes duraderos<sup>4</sup>. La versión del modelo empírico que se presenta en este artículo prescinde, no obstante, de aquellas variables que intentan aproximar aspectos relacionados con el grado de incertidumbre, y se centra en valorar la capacidad explicativa que puede atribuirse a los cambios en la renta y la riqueza de las familias.

---

1. Uno de los primeros trabajos en señalar este aspecto es el de Bernanke (1985). 2. Véase, por ejemplo, Bar-Ilan y Blinder (1992). 3. Leahy y Zeira (2005) formalizan, mediante un modelo de equilibrio general, este tipo de respuesta de las compras de bienes duraderos y su efecto sobre los no duraderos y lo denominan «insulation effect», por el aislamiento del consumo no duradero respecto a posibles *shocks*. Browning y Crossley (2009) encuentran cierta evidencia de este efecto entre los consumidores canadienses. 4. Véase, por ejemplo, Dunn (1998).

El modelo empírico que se presenta en esta sección se fundamenta en la idea de que el plan de gasto de los consumidores a lo largo de su ciclo vital ha de ser coherente con el valor total de su renta y su riqueza, conforme a la restricción presupuestaria intertemporal. Ello implica una estrecha relación entre las tres variables (consumo, renta y riqueza) a lo largo del tiempo, de modo que tienden a moverse conjuntamente a largo plazo, compartiendo una tendencia común, aunque pueden registrar desviaciones transitorias en torno a dicha tendencia<sup>5</sup>. Estas desviaciones del gasto respecto a esa tendencia de largo plazo compartida con la renta y la riqueza se deben a cambios en las expectativas sobre los rendimientos futuros de su riqueza total —ya sea el rendimiento de los activos o la renta laboral—, o bien reflejan procesos de cambio del gasto planeado, o una combinación de esas tres circunstancias<sup>6</sup>. En qué medida reflejan expectativas de uno u otro tipo, o ajustes del gasto, es una cuestión empírica que puede variar de unos países a otros<sup>7</sup> y en diferentes períodos de tiempo.

Los modelos econométricos de varias ecuaciones con mecanismos de corrección del error (VECM) resultan particularmente adecuados para dar cuenta de las propiedades estadísticas de variables que comparten tendencias comunes de largo plazo, a las cuales revierten cuando se producen desviaciones respecto a las mismas. Se ha formulado, por tanto, un modelo VECM con varias ecuaciones para explicar la evolución del consumo —desagregado en duradero y no duradero—, a partir de variables de renta permanente, como la renta laboral, la riqueza financiera y los activos residenciales. El modelo responde a la siguiente especificación:

$$\Delta y_t = \mu + \sum_j \Gamma_j \Delta y_{t-j} + \sum_j \Gamma_j^f \Delta fw_{t-j} + \alpha \beta y_{t-1} + \alpha^f \beta^f fw_{t-1} + \xi_t$$

donde  $y$  engloba el conjunto de variables endógenas, es decir, el consumo no duradero (cnd), el consumo duradero (cd), la renta laboral<sup>8</sup> ( $y_l$ ) y la riqueza no financiera (hw). La riqueza financiera neta (fw) es la única variable exógena del modelo<sup>9</sup>. Las tendencias de largo plazo están definidas por  $(\beta y_{t-1} + \beta^f fw_{t-1})$ , siendo  $\beta$  y  $\beta^f$  las elasticidades que ligan las variables en ese largo plazo. Los coeficientes  $\alpha$  describen una parte importante de los procesos de ajuste que tienen lugar a corto plazo. Aquellos que son significativamente distintos de cero señalan las variables que se ajustan respondiendo ante desviaciones de las tendencias de largo plazo y permiten, así, que el sistema que forman la renta, el consumo y la riqueza vuelva a situarse sobre dichas sendas. Al considerar endógenas estas tres variables, el modelo contempla la posibilidad de que el ajuste se alcance a través de cambios en cualquiera de ellas.

En el cuadro 1 se presentan las relaciones de largo plazo que contiene el modelo estimado. La primera relaciona el consumo no duradero con la renta laboral, el valor de la riqueza financiera neta y el de los activos residenciales, estas dos últimas con una elasticidad muy similar. La segunda relación liga el gasto en bienes duraderos con ambos tipos de riqueza, con una elasticidad más

5. Esta aproximación basada, parcialmente, en el trabajo de Campbell y Mankiw (1989), fue desarrollada por Lettau y Ludvigson (2001 y 2004) con datos de la economía americana y ha sido empleada para analizar el consumo privado en otros países. Véanse, por ejemplo, Fernández-Corugedo et ál. (2003), Sastre y Fernández-Sánchez (2005), Bassanetti y Zollino (2010) y Chauvin y Damette (2010). 6. Esta interpretación de las desviaciones, debida a Lettau y Ludvigson (2001 y 2004), es una generalización de la implicación de los modelos de renta permanente respecto al ahorro, que destacó Campbell (1987) bajo la hipótesis de rendimiento constante de los activos. En estos modelos, el ahorro representa el valor presente descontado de los cambios esperados en los ingresos laborales, con signo negativo, es decir, los consumidores ahorran (consumen por debajo de su renta corriente) cuando anticipan un descenso de su renta en el futuro, y desahorran cuando esperan que su ingresos van a incrementarse. 7. Véanse los trabajos referidos en la nota al pie número 5. 8. La definición de renta laboral se corresponde con los ingresos netos disponibles de las familias, excluyendo las rentas de la propiedad. Véase Sastre y Fernández-Sánchez (2009). 9. Un mayor detalle sobre los contrastes de exogeneidad de las variables, así como sobre el número de relaciones de largo plazo, puede encontrarse en Sastre y Fernández-Sánchez (2010).

RELACIONES DE LARGO PLAZO		Coeficientes $\beta$		
Consumo no duradero		$cnd^* = 0,50 yl + 0,12 hw + 0,13 fw$		
Consumo duradero		$cd^* = 0,25 hw + 0,36 fw$		
Renta laboral		$yl^* = 1,00 cnd$		
MECANISMOS DE AJUSTE (Coeficientes $\alpha$ ) (b)		Desviaciones respecto a la senda de largo plazo		
Variable que se ajusta:		(cnd-cnd*)	(cd-cd*)	(yl-cnd)
Consumo no duradero ( $\Delta cnd$ )		-0,29 (-4,36)	- (-)	-0,09 (-3,23)
Consumo duradero ( $\Delta cd$ )		-0,75 (-3,04)	-0,21 (-3,98)	- (-)
Renta laboral ( $\Delta yl$ )		- (-)	- (-)	-0,07 (-4,46)
Riqueza no financiera real ( $\Delta hw$ )		0,17 (1,53)	- (-)	- (-)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. cnd: consumo no duradero real; cd: consumo duradero real; yl: renta laboral real; hw: riqueza no financiera real, y fw: riqueza financiera neta real.

b. Entre paréntesis se dan las t-ratios.

elevada en el caso de la riqueza financiera<sup>10</sup>. El modelo contiene una tercera relación de largo plazo entre la renta laboral y el consumo no duradero, con una elasticidad unitaria, que capta el comportamiento relativamente estable que se observa en la ratio entre el consumo no duradero y la renta laboral en España. Esta relación puede interpretarse también como un tipo de ahorro, dado por la parte de renta laboral que no se gasta en bienes de consumo no duradero.

Estas estimaciones proporcionan una aproximación, en términos de elasticidad, a la magnitud de los efectos riqueza sobre el consumo privado en el caso de España, distinguiendo entre ambos tipos de riqueza: financiera y no financiera. La propensión marginal a consumir bienes no duraderos, cuando la riqueza financiera varía en un euro, es 6 céntimos, y unos 2 céntimos si es la riqueza inmobiliaria la que cambia. En el caso de los bienes duraderos, ambas magnitudes son 2 y 0,5 céntimos, respectivamente. En consecuencia, el consumo privado se modifica unos 8 céntimos si el valor de la riqueza financiera varía un euro, y en torno a 2,5 céntimos si es la riqueza inmobiliaria la que cambia<sup>11</sup>.

El modelo se ha estimado en un período previo al inicio de la crisis e incorpora varios mecanismos de ajuste, que, como se ha indicado, se identifican por las variables que se ajustan cuando se producen desviaciones de las tendencias de largo plazo (véase cuadro 1)<sup>12</sup>. Los principales mecanismos de ajuste son tres: 1) los mecanismos de autocorrección del consumo no duradero y duradero cuando estos se sitúan por encima o por debajo de su valor de largo plazo, dados por las respuestas negativas del consumo no duradero ( $\Delta cnd$ ) y del consumo duradero ( $\Delta cd$ ) a las desviaciones ( $cnd-cnd^*$ ) y ( $cd-cd^*$ ), respectivamente; 2) la respuesta de las compras de bienes duraderos ante desviaciones del consumo no duradero respecto de su tendencia, amortiguando o suavizando el ajuste del consumo no duradero<sup>13</sup>, que se capta a través del efecto negativo de las desviaciones ( $cnd-cnd^*$ ) sobre las variaciones del consumo duradero ( $\Delta cd$ ), y 3) la respuesta cuando el ahorro se desvía de su valor a largo plazo. Este efecto queda recogido a través del coeficiente negativo de ( $yl-cnd$ ) en la ecuación

10. La estimación de la elasticidad a la renta del consumo en bienes duraderos es poco robusta, por lo que se ha preferido captar la relación de este tipo de gasto con la «renta permanente» solo a través de la riqueza. 11. Este efecto de la riqueza inmobiliaria es similar al que se obtiene en Bover (2005), con datos de hogares individuales. Además, estos valores de la propensión marginal a consumir respecto a la riqueza financiera e inmobiliaria se encuentran en línea con estimaciones recientes en otros países europeos, como Francia o Italia, en los que la riqueza financiera también incide sobre el consumo en mayor medida que los activos residenciales. Véanse Bassanetti y Zollino (2010) y Chauvin y Damette (2010). 12. El modelo completo se presenta en el anejo. 13. Esta reacción de las compras de bienes duraderos resulta coherente con el «insulation effect» del consumo no duradero comentado en la nota al pie número 4.



de la renta laboral ( $\Delta y_l$ ), que capta la capacidad predictiva que tiene el ahorro sobre cambios en la renta. En relación con este último mecanismo, el modelo empírico estimado detecta una capacidad predictiva de la brecha entre renta laboral y consumo no duradero respecto a los ingresos laborales<sup>14</sup>, que resulta coherente con la interpretación de Campbell (1987), según la cual el ahorro refleja expectativas de cambio de la renta laboral y puede tener, por tanto, capacidad para predecir esta variable.

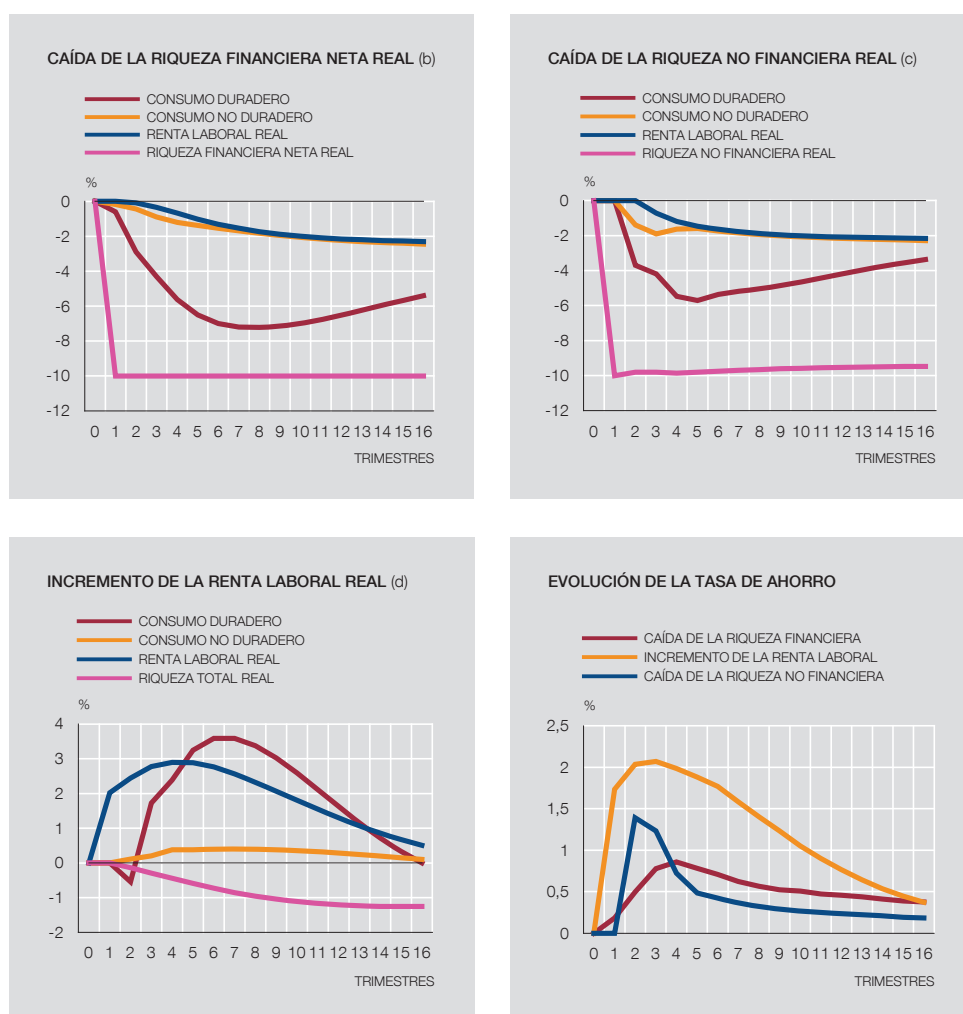
Una ilustración del funcionamiento de estos mecanismos es la siguiente: ante una revisión a la baja de las expectativas sobre la renta o la riqueza que reduce el nivel del consumo no duradero a largo plazo ( $cnd^*$ ), el gasto en bienes no duraderos disminuye para aproximarse al nuevo valor de  $cnd^*$  (mecanismo 1) y una parte del gasto en bienes duraderos se posterga, liberando, así, ingresos corrientes, que amortiguan, a corto plazo, el descenso del gasto en bienes y servicios no duraderos (mecanismo 2). Este descenso de las compras de bienes duraderos resulta coherente con la evidencia empírica respecto a la variabilidad del consumo duradero, que es muy superior a la del no duradero, indicando que el primero desempeña, en mayor medida, el papel de variable de ajuste en los períodos de expansión y de desaceleración cíclica (véase gráfico 2)<sup>15</sup>. Si el descenso del consumo no duradero eleva el ahorro ( $y_l - cnd$ ) por encima de su valor de largo plazo, esto indica que los consumidores anticipan menores ingresos en el futuro, que, según el modelo estimado, acaban materializándose en unos menores ingresos laborales (mecanismo 3).

**Funcionamiento del modelo e implicaciones sobre la evolución reciente del consumo privado en España**

El modelo presentado en la sección anterior puede utilizarse para analizar el proceso de ajuste del consumo privado en España en el reciente período de crisis económica. En esta sección se presentan, en primer lugar, varias simulaciones realizadas con este modelo, con el fin de ilustrar la respuesta de las variables a corto y medio plazo, así como sus propiedades de largo plazo. Estas simulaciones se han diseñado teniendo en cuenta el tipo de perturbaciones que se han producido durante la fase recesiva: descenso de la riqueza financiera y no financiera e inyecciones temporales de renta disponible efectuadas por la actuación estabilizadora de las AAPP. A continuación, se utilizan estas simulaciones para interpretar la evolución del consumo en el período de 2008-2009 y valorar en qué medida esta se puede explicar a partir de los cambios de la renta y de la riqueza.

En la primera simulación se representa el efecto de un descenso permanente de la riqueza financiera neta del 10 % sobre las dos variables de gasto —el consumo no duradero y las compras de bienes duraderos— y sus efectos indirectos sobre la renta laboral, en línea con el modelo empírico estimado (véase gráfico 3). El consumo no duradero experimenta una caída permanente de casi un 2 % al cabo de dos años, mientras que el consumo de bienes duraderos retrocede algo más, aproximadamente un 7 %, valores ambos que superan los de su elasticidad a largo plazo debido a las interacciones entre las variables. Efectivamente, en el instante inicial tiene lugar una caída del consumo no duradero y un aumento transitorio de la tasa de ahorro, indicativo de las expectativas de menores rendimientos futuros, y que es, también, debido al retraso con el que se desacelera la renta en relación con el gasto. La materialización de esas expectativas se traduce en una disminución de la renta laboral, que, a su vez, ejerce un impacto negativo adicional sobre el consumo no duradero. A corto plazo, el consu-

14. Como se ha indicado en la nota al pie número 8, la renta laboral incluye todas las fuentes de renta, excepto las rentas de la propiedad. 15. Algunos modelos teóricos explican la mayor variabilidad del consumo duradero por la existencia de un umbral de renta permanente a partir del cual los consumidores que adquieren este tipo de bienes ajustan su *stock*, de modo que existen consumidores inactivos, en el sentido de que no realizan adquisición alguna de estos bienes. Si la renta permanente de los consumidores inactivos aumenta por encima del umbral, y estos pasan a comprar bienes duraderos, se amplifica la respuesta agregada de este tipo de gasto en el corto plazo [véase Bar-Ilan y Blinder (1992)].



FUENTE: Banco de España.

- a. Desviaciones porcentuales respecto al nivel del escenario base.
- b. Caída del 10% de la riqueza financiera neta real respecto al nivel del escenario base.
- c. Caída del 10% de la riqueza no financiera real respecto al nivel del escenario base.
- d. Incremento transitorio de un 2% de la renta laboral real respecto al nivel del escenario base.

mo duradero sobrerreacciona a la pérdida de valor de la riqueza, convergiendo posteriormente hacia su valor de largo plazo, mientras que el consumo no duradero registra una convergencia más paulatina y suave hacia ese valor, lo que pone de manifiesto el mayor ajuste a corto plazo en bienes duraderos. El efecto a largo plazo sobre el consumo privado en su conjunto es de casi un 3 % al cabo de tres años. Por su parte, la tasa de ahorro experimenta un incremento temporal, aproximándose a su valor de largo plazo una vez que se ha completado la respuesta de la renta y del consumo duradero.

La segunda simulación presenta el impacto sobre el consumo privado y la renta laboral de un descenso permanente del 10 % en el valor de la riqueza no financiera. La magnitud del efecto a largo plazo sobre el consumo no duradero es similar a la del efecto que produce una caída de la riqueza financiera<sup>16</sup>, mientras que la adquisición de bienes de consumo duradero se re-

16. Téngase en cuenta que se está asumiendo que tanto la caída de la riqueza financiera como la de la riqueza no financiera son permanentes, cuando existe evidencia, para varios países, de que los shocks que afectan a la primera suelen tener un carácter más transitorio que en el caso de la segunda. Véase, por ejemplo, Bassanetti y Zollino (2010). Por tanto, las respuestas a largo plazo aquí obtenidas han de valorarse teniendo en cuenta este aspecto.

trae en una cuantía menor. En conjunto, el consumo privado cae en torno a un 2,5 %. La renta laboral desciende, asimismo, en una magnitud similar a la del consumo no duradero, de modo que la tasa de ahorro implícita en el modelo apenas varía a largo plazo. A corto plazo, la tasa de ahorro aumenta casi 1,5 pp, ya que la respuesta del consumo incorpora la revisión de expectativas con mayor rapidez que la renta.

Por último, se presenta el impacto de una subida temporal de la renta laboral de unos 2 pp, en términos reales, durante aproximadamente dos años. Esta subida produce un impulso moderado y transitorio sobre el consumo no duradero, que responde con cierto retraso, de modo que la tasa de ahorro aumenta temporalmente casi dos puntos. El consumo duradero se incrementa también, sobrerreaccionando a este *shock* transitorio, de modo que es la variable que registra un mayor impacto en términos relativos.

El modelo de consumo que se ha estimado y las simulaciones realizadas ayudan a interpretar algunos de los procesos que han incidido sobre las decisiones de los consumidores españoles durante la crisis reciente. La caída de la riqueza financiera, que superó el 20 % en 2008, supuso un *shock* muy importante en la renta permanente de los consumidores, que vino a añadirse a la desaceleración que ya venía registrando la riqueza en activos residenciales (véase gráfico 2). Atendiendo a los mecanismos de ajuste del modelo y los resultados de las simulaciones, esta pérdida de valor de la riqueza de las familias habría dado lugar a una revisión a la baja de las expectativas de ingresos futuros (es decir, habría ampliado la brecha positiva entre  $cnd$  y  $cnd^*$ , y entre  $cd$  y  $cd^*$ ), lo que habría provocado un retroceso del gasto no duradero y, sobre todo, de las compras de bienes duraderos, que fueron las que absorbieron en mayor proporción el *shock* de renta y riqueza. Este proceso de reducción del gasto impulsó la tasa de ahorro, anticipando menores ingresos y un menor rendimiento de los activos en el futuro. Aunque la renta laboral comenzó a desacelerarse, lo hizo con retraso en relación con el ajuste del consumo, de modo que la elevación inicial de la tasa de ahorro se mantuvo durante varios períodos. Por otra parte, como ilustra la tercera simulación, en la medida que algunas medidas fiscales de apoyo a la renta de los hogares no fuesen contempladas como medidas de carácter permanente, habrían contribuido a incrementar el ahorro, al quedar diluido su potencial efecto expansivo y ser compensado por la magnitud de los *shocks* que afectaron a la riqueza y a las expectativas de renta.

¿Hasta qué punto el modelo estimado es capaz de explicar el ajuste del gasto de los consumidores y de la renta laboral durante el período de 2008-2009 sobre la base de la pérdida de valor de la riqueza y de la revisión de expectativas de ingresos? Una simulación dinámica del mismo, desde finales de 2007, replica en gran parte el retroceso del consumo privado y de la renta laboral durante 2008 y 2009 (véase gráfico 4). De acuerdo con el modelo, el consumo privado habría crecido un 0,3 % en 2008 y habría caído un 3,9 % en 2009, frente a los descensos del 0,6 % y 4,3 % observados, respectivamente. La tasa de ahorro que se obtiene a partir de la implícita en el modelo se habría elevado notablemente, aunque se situaría en torno a 1,5 pp por debajo del valor efectivamente observado en 2008 y en 2009. Las mayores discrepancias entre la simulación del modelo y los datos de consumo afectan, sobre todo, al caso de los bienes duraderos. En 2008 y al comienzo de 2009, esa diferencia es positiva y viene explicada, probablemente, porque es en este tipo de gasto en el que más se concentra el impacto de otro tipo de factores —como el mayor grado de incertidumbre y sus efectos sobre los activos poco líquidos, o el endurecimiento de las condiciones de financiación—, que no se han considerado en la versión del modelo presentada en este artículo. Más tarde —desde el segundo trimestre de 2009—, la diferencia se torna negativa, debido a las ayudas a las compras de automóviles del Plan 2000E, que incrementaron transitoriamente la demanda de esos bienes y que el modelo estimado no incorpora.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

Cabe la posibilidad de que la respuesta estimada a algunas variables esté sesgada, al no haber contemplado otros factores que han podido afectar a las decisiones de los consumidores. No obstante, la estabilidad que presenta el modelo estimado hasta 2007 durante el período de crisis constituye un indicio de que dichos sesgos no deben ser muy importantes. De cualquier modo, esta cuantificación, que permite ilustrar la capacidad de los cambios en la renta y la riqueza para explicar la evolución reciente del consumo privado, no es óbice para seguir explorando cuál puede haber sido la contribución de otros factores.

## Conclusiones

Durante el período de 2008-2009, el consumo privado experimentó un notable retroceso y la tasa de ahorro se elevó hasta alcanzar un máximo histórico. Las causas que dieron lugar a un ajuste tan intenso del gasto de los consumidores son aún objeto de controversia entre los analistas. El presente artículo contribuye a este debate presentando una cuantificación del papel que han desempeñado en ese proceso la pérdida de valor de la riqueza financiera e inmobiliaria y la revisión a la baja de las expectativas sobre ingresos laborales que la crisis trajo consigo.

Esta cuantificación se ha obtenido a partir de un modelo de cuatro ecuaciones con mecanismos de corrección de las desviaciones respecto a las tendencias de largo plazo (VECM), que distingue entre el gasto en bienes duraderos y no duraderos. Los resultados indican que una gran parte de la caída del consumo y del aumento de la tasa de ahorro observados en 2008 y 2009 se deben a la revisión a la baja de las expectativas de los consumidores sobre sus ingresos futuros provocada por la pérdida de valor de la riqueza financiera neta y de los activos residenciales, así como por los menores ingresos laborales. Además, el incremento de la tasa de ahorro se debió también, en parte, a la dinámica de la renta, que —según el modelo y de acuerdo con la evidencia observada— se desacelera con retraso en relación con el gasto de los consumidores, pues este suele incorporar con mayor rapidez la revisión de expectativas. No obstante, estos elementos no permiten replicar totalmente el fuerte aumento observado en la tasa de ahorro en esos años, lo que pone de manifiesto la necesidad de explorar la posible contribución de otro tipo de factores, que se apuntan en el artículo, y que pueden haber afectado a las decisiones de los consumidores en el período de 2008-2009.

25.1.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- BAR-ILAN, A., y A. S. BLINDER (1992). «Consumer durables: Evidence on the optimality of usually doing nothing», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 24, n.º 2, mayo.
- BASSANETTI, M., y T. ZOLLINO (2010). «The effects of housing and financial wealth on personal consumption: aggregate evidence for Italian households», en O. de Bandt, T. Knetsch, J. Peñalosa y F. Zollino (eds.), *Housing Markets in Europe*, Springer Verlag.
- BERNANKE, B. (1985). «Adjustment costs, durables, and aggregate consumption», *Journal of Monetary Economics*, 15, pp. 41-68.
- BOVER, O. (2005). *Wealth effects on consumption: Micro-econometrics estimates from the Spanish Survey of Household Finances*, Documentos de Trabajo, n.º 0522, Banco de España. Versión revisada en [http://www.olympiabover.name/Housing%20wealth\\_June07.pdf](http://www.olympiabover.name/Housing%20wealth_June07.pdf).
- BROWNING, M., y T. CROSSLEY (2009). «Shocks, stocks and socks: Smoothing consumption over a temporary income loss», *Journal of the European Economic Association*, diciembre 7(6), pp. 1169-1192.
- CAMPBELL, J. (1987). «Does Saving Anticipate Declining Labour Income? An Alternative Test of the Permanent Income Hypothesis», *Econometrica*, vol. 55, n.º 6, pp. 1249-1273.
- CAMPBELL, J., y W. E. 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.
- CHAUVIN, V., y O. DAMETE (2010). «Wealth effects on private consumption: the French case», en O. de Bandt, T. Knetsch, J. Peñalosa y F. Zollino (eds.), *Housing Markets in Europe*, Springer Verlag.
- DUNN, W. E. (1998). *Unemployment risk, precautionary saving, and durable goods purchase decisions*, Federal Reserve Board FEDS Paper n.º 98-49.
- FERNÁNDEZ-CORUGEDO, E., S. PRICE y A. BLAKE (2003). *The dynamics of consumers' expenditure: the UK consumption ECM redux*, Working Paper n.º 204, Bank of England.
- LEAHY, J. V., y J. ZEIRA (2005). «The timing of purchases and aggregate fluctuations», *Review of Economic Studies*, vol. 72, pp. 1127-1151.

- LETTAU, M., y S. LUDVIGSON (2001). «Consumption, aggregate wealth and expected stock returns», *Journal of Finance*, 56(3), junio, 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.
- 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.
- (2009). «Mediciones alternativas de las rentas del autoempleo: implicaciones sobre la renta laboral», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
  - (2010). «An assessment of housing and financial market wealth effects in Spain. Aggregate evidence on durable and non-durable consumption», en O. de Bandt, T. Knetsch, J. Peñalosa y F. Zollino (eds.), *Housing markets in Europe*, Springer Verlag.

RELACIONES DE LARGO PLAZO (b)									
Coeficientes $\beta$									
Consumo no duradero	$cnd^* = 0,50 yl + 0,12 hw + 0,13 nfw$ - [0,01] [0,01]								
Consumo duradero	$cd^* = 0,25 hw + 0,36 nfw$ [0,04] [0,07]								
Renta laboral	$yl^* = 1,00 cnd$ -								
VAR CON MECANISMOS DE CORRECCIÓN DEL ERROR (I TR 1987-IV TR 2007) (c)									
Ecuaciones									
	$\Delta cnd$		$\Delta cd$		$\Delta yl$		$\Delta hw$		
MECANISMOS DE AJUSTE (Coeficientes $\alpha$ )									
(cnd-cnd*) (-1)	-0,29	(-4,36)	-0,75	(-3,04)	-	(-)	0,17	-1,53	
(cd-cd*) (-1)	-	(-)	-0,21	(-3,98)	-	(-)	-	(-)	
(yl-cnd) (-1)	-0,09	(-3,23)	-	(-)	-0,07	(-4,46)	-	(-)	
COEFICIENTES DE CORTO PLAZO (Coeficientes $\Gamma$ )									
Consumo no duradero ( $\Delta cnd$ )									
(-1)	0,22	(2,81)	0,65	(-)	0,31	-3,48	-	(-)	
(-2)	-0,22	(-)	1,12	-2,29	-	(-)	-	(-)	
Consumo duradero ( $\Delta cd$ )									
(-1)	0,03	(2,37)	-	(-)	0,05	-2,88	-	(-)	
(-2)	-0,03	(-)	0,13	-1,47	-	(-)	-	(-)	
Renta laboral ( $\Delta yl$ )									
(-1)	-	(-)	-0,65	(-1,91)	0,28	-3,76	-	(-)	
(-2)	-	(-)	0,79	-2,03	0,18	-2,6	-	(-)	
Riqueza no financiera ( $\Delta hw$ )									
(-1)	0,1	(3,5)	0,21	-1,36	-	(-)	0,56	-5,74	
(-2)	-(-)	-(-)	-	(-)	-	(-)	0,4	-4,29	
Riqueza financiera neta ( $\Delta nfw$ )									
(0)	0,02	(1,48)	0,06	(-)	-	(-)	-	(-)	
(-1)	-0,02	(-)	0,06	-0,93	-	(-)	0,06	(-)	
(-2)	-	(-)	-	(-)	-	(-)	0,06	-1,75	
Constante	0,59	(4,39)	1,65	-3,17	0,00	-0,66	-0,35	(-1,53)	
Desviación estándar	0,0051		0,0250		0,0046		0,0127		
$\log\text{lik} = 1613,08 \log \Omega  = -38,4067 \quad  \Omega  = 2,09024e-017 \quad T = 84$									
TESTS (d)									
Restricciones para simplificar el sistema general: $\chi^2(33) = 25,6436 [0,8158]$									
Contraste multivariante de autocorrelación de orden 5: $F(80,187) = 0,76641 [0,9121]$									
Contraste multivariante de normalidad: $\chi^2(8) = 6,2504 [0,6192]$									

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. cnd: consumo no duradero real; cd: consumo duradero real; yl: renta laboral real; hw: riqueza no financiera real, y nfw: riqueza financiera neta real.  
 b. Entre corchetes se dan los errores estándar.  
 c. Entre paréntesis se dan las t-ratios.  
 d. Entre corchetes se da el nivel de significación de los contrastes.





## Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 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 enero de 2011, correspondientes a las diez instituciones españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro<sup>1</sup>. Esta edición de la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda de crédito en el cuarto trimestre de 2010, así como sobre las perspectivas de los encuestados para los tres primeros meses del año en curso. Asimismo, se mantienen las preguntas ad hoc recogidas en el cuestionario anterior, las cuales hacen referencia a los cambios en la situación de los mercados mayoristas de financiación y a su impacto sobre el coste de los fondos propios y sobre la disposición de las entidades a conceder nuevos préstamos.

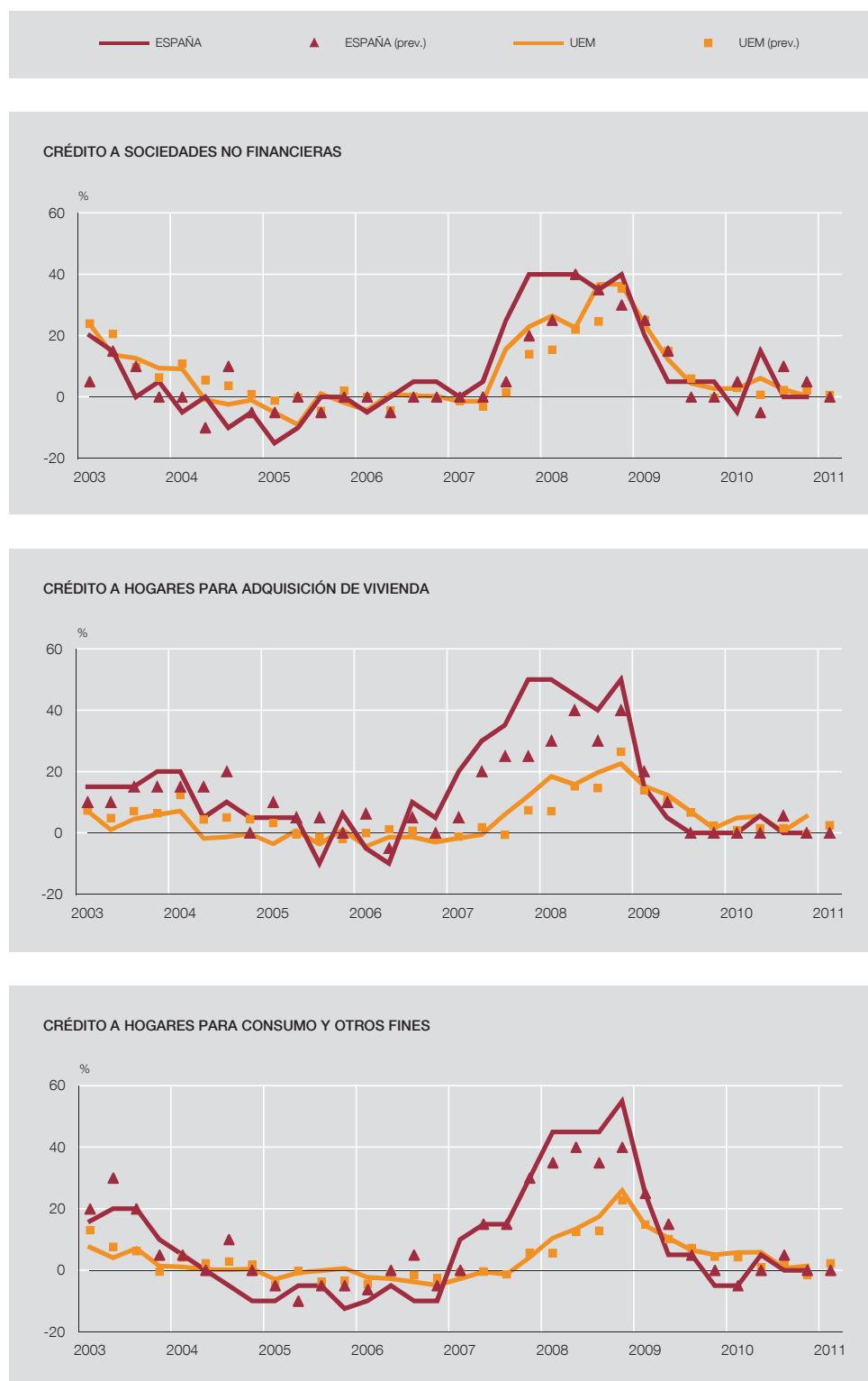
De acuerdo con las contestaciones recibidas y a pesar de las renovadas tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro, la oferta de préstamos en España se mantuvo estable durante el último trimestre del año 2010, en los tres tipos de crédito analizados: sociedades, hogares para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines (véase gráfico 1). Aunque los costes de financiación y disponibilidad de fondos por parte de las entidades fueron señalados, en algún caso, como un factor que habría presionado hacia un endurecimiento de los criterios, la presión no llegó a materializarse en una variación de los mismos. Sin embargo, sí parece haberse producido un cierto aumento de los márgenes aplicados. En el conjunto de la UEM, tampoco se produjeron variaciones significativas, con la excepción de los préstamos a las familias para la compra de inmuebles, en donde se observó un ligero endurecimiento de la oferta, que habría sido de una cuantía similar a la registrada durante el primer semestre de 2010.

La demanda de fondos de las sociedades españolas se mantuvo también estable, frente a unas expectativas previas de ligera expansión, mientras que habría aumentado ligeramente la correspondiente al conjunto de la UEM (véase gráfico 2). La de los hogares, por su parte, mostró una nueva contracción en la destinada al consumo (de mayor magnitud en nuestro país), y un cierto aumento en la destinada a la compra de inmuebles (más elevado en el área del euro). La evolución de esta última, en España, ha sido particularmente volátil durante los últimos trimestres, lo que podría estar relacionado con los recientes cambios fiscales (incremento del IVA en julio de 2010 y desaparición de la desgravación fiscal por la inversión en vivienda para las rentas medias y altas a principios de 2011). En este sentido, las previsiones de las entidades españolas encuestadas para los primeros meses del año en curso eran de una caída significativa de peticiones de fondos en el mencionado segmento. La dispersión de las respuestas de las instituciones en nuestro país fue nula en cuanto a las variaciones en los criterios de aprobación, tanto observadas como previstas, siendo más elevada en lo relativo a las solicitudes de préstamos para adquisición de inmuebles (véase gráfico 3).

Las respuestas a la preguntas ad hoc recogen un deterioro en la percepción de las entidades encuestadas sobre las condiciones de acceso a la financiación mayorista, en todos los mercados. No obstante, cabe destacar que, a excepción del segmento de valores de medio y

---

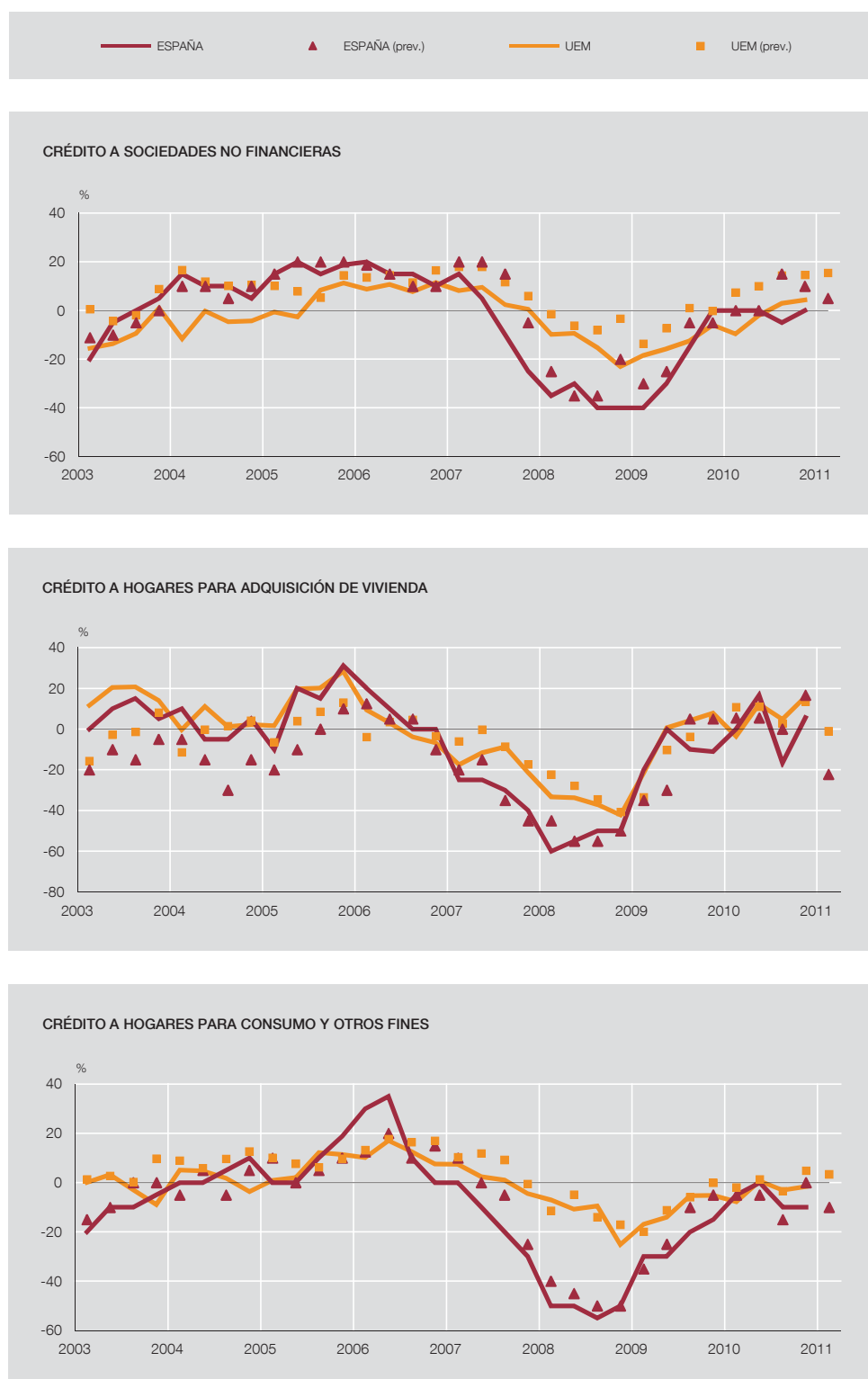
1. Un análisis más detallado de los resultados para el área del euro en su conjunto puede encontrarse en las sucesivas notas periódicas del BCE, contenidas en su dirección de Internet (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>). Para un mayor detalle sobre la naturaleza de la EPB, véase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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

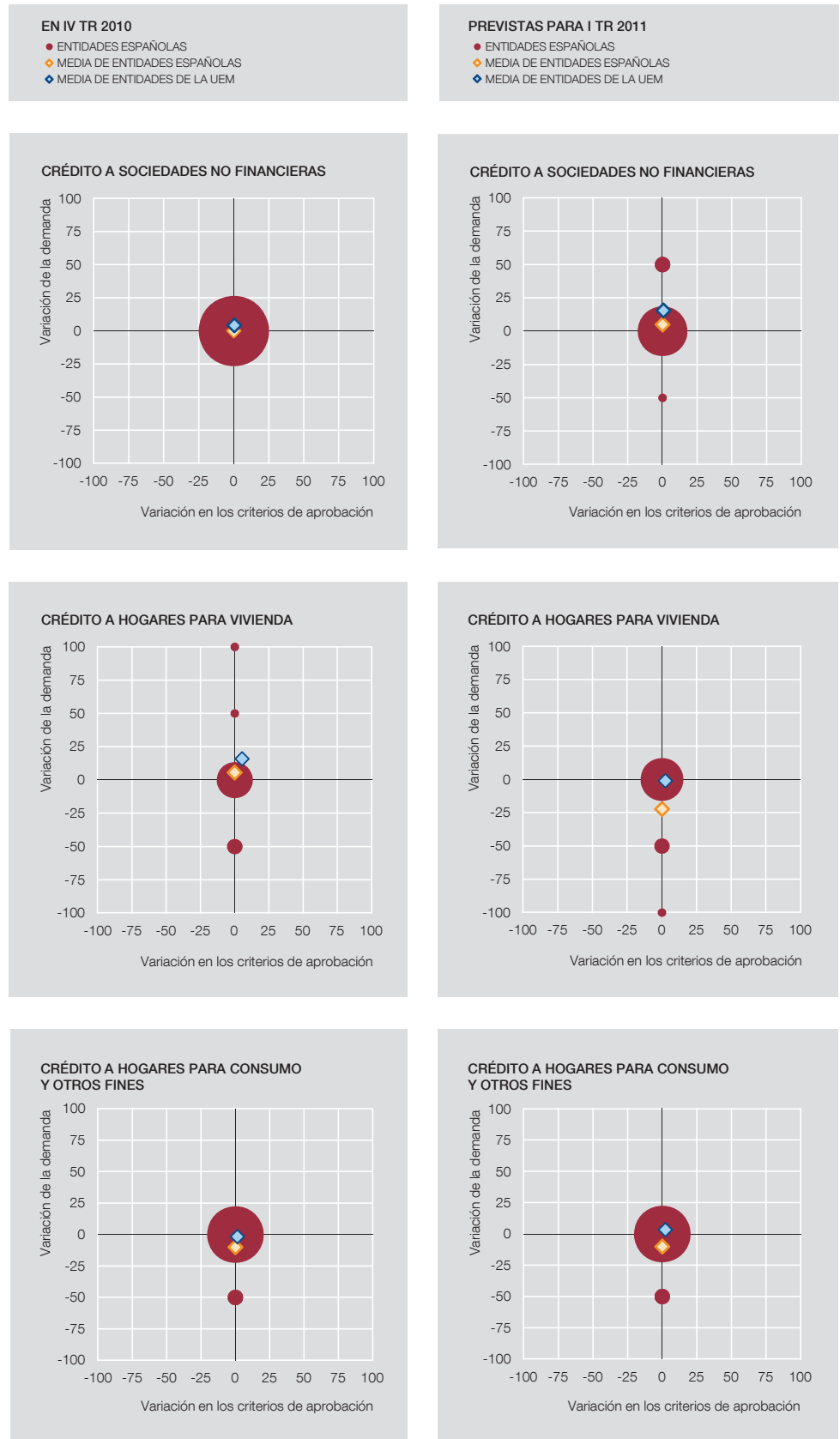
b. Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas el trimestre anterior, por las entidades encuestadas, para el trimestre correspondiente.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

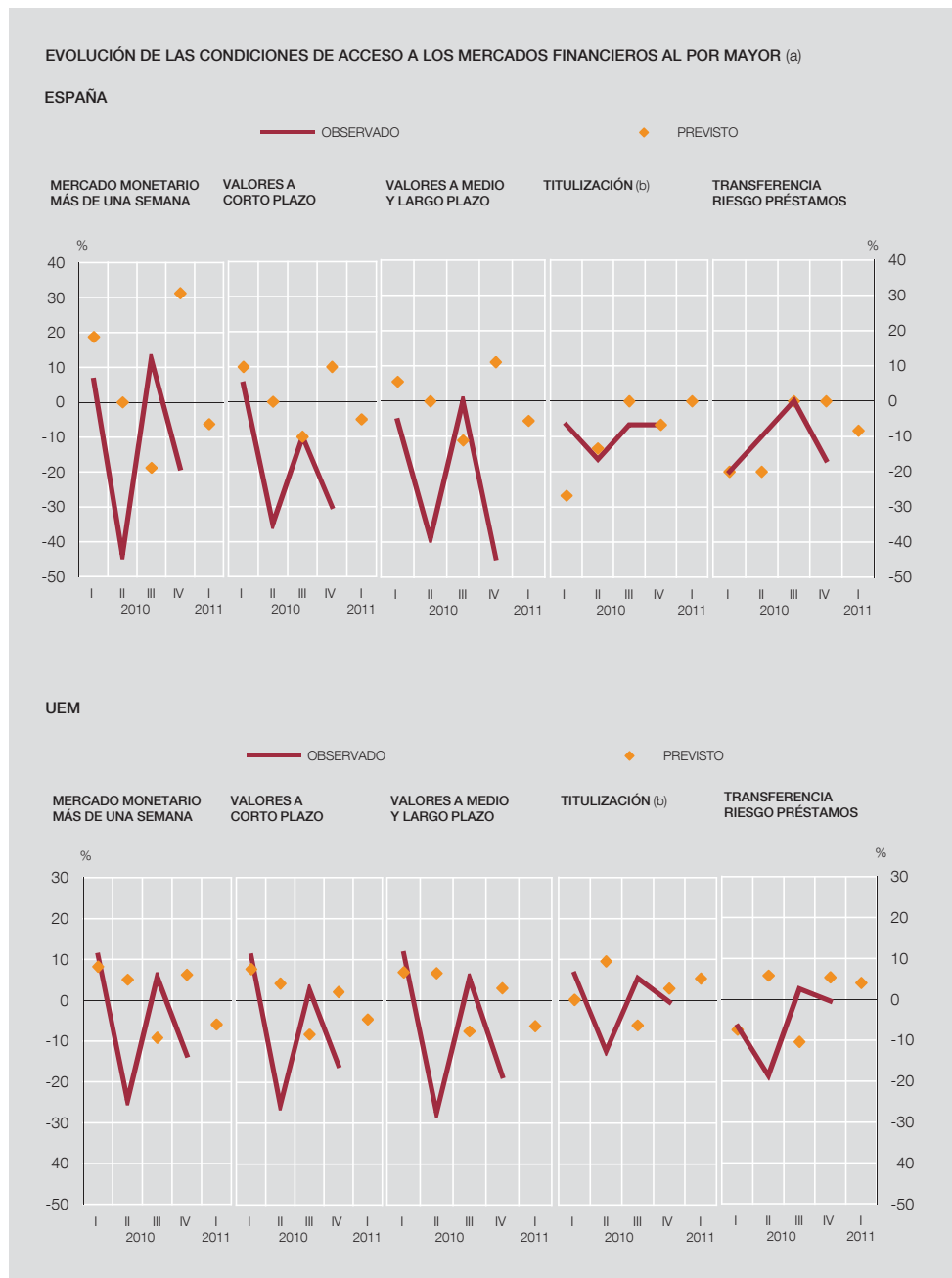
a. El tamaño de las marcas de las entidades españolas depende del número de coincidencias de las respuestas en ese punto.

largo plazo para el caso español, este empeoramiento habría sido menos intenso que el observado en el segundo trimestre del año 2010 (véase gráfico 4). En general, el incremento en las dificultades de acceso fue algo más acusado en España que en la UEM.

Los resultados detallados del cuestionario regular (véase cuadro 1) indican que la estabilidad en los criterios de aprobación de nuevos créditos a las empresas, en España, fue generalizada, con la única excepción de los destinados a las grandes corporaciones, en donde se produjo un ligero endurecimiento. Este resultado es producto del comportamiento neutral de la mayoría de los factores de oferta. Así, únicamente las expectativas sobre la evolución de sectores específicos y las de la economía en general tuvieron un impacto levemente negativo. Las condiciones de los préstamos se hicieron algo más restrictivas, ampliándose los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a los de mayor riesgo, así como las garantías requeridas, mientras que el resto de condiciones permaneció sin cambios. Sin embargo, para las compañías de mayor dimensión no solo el incremento de los márgenes y garantías fue mayor, sino que, además, aumentaron los gastos excluidos intereses y se recortaron el plazo y la cuantía máxima de los préstamos concedidos. En el área del euro, los criterios de aprobación tampoco variaron, compensándose los efectos contractivos de los factores ligados a los costes de financiación y disponibilidad de fondos, y a las perspectivas sobre los riesgos, por un lado, y el impacto expansivo de los relacionados con la competencia, por otro. Las condiciones se endurecieron en general, aunque de forma algo más significativa en el caso del margen aplicado en las operaciones más arriesgadas.

La demanda de préstamos de las empresas en España se incrementó ligeramente en las operaciones con las pymes y a largo plazo, y se mantuvo en el resto. Cabe destacar el hecho de que, por primera vez desde mediados de 2007, las necesidades de financiación asociadas a proyectos de inversión en capital fijo habrían dejado de tener un impacto negativo sobre las peticiones de las sociedades. Las solicitudes ligadas a operaciones de fusión y adquisición de empresas habrían tenido un cierto efecto expansivo en los meses finales de 2010, mientras que las derivadas de procesos de reestructuración de la deuda siguieron contribuyendo positivamente, pero cada vez en menor medida. En la UEM, la demanda de este sector aumentó por segundo trimestre consecutivo, siendo este incremento generalizado por tamaño del prestatario y plazo del préstamo. Si bien la mayoría de factores contribuyeron a ello, cabe destacar, nuevamente, las necesidades de financiación de existencias y capital circulante, y las ligadas a procesos de reestructuración de la deuda.

En el segmento de la financiación a los hogares para adquisición de vivienda en España la estabilidad de la oferta respondió al efecto nulo de los distintos factores considerados en la Encuesta, con la excepción de los costes de financiación y disponibilidad de fondos, que tuvo un efecto ligeramente contractivo. Este último factor, unido al leve empeoramiento de las expectativas sobre la economía, en general, y el mercado de la vivienda, en particular, explicaría el ligero endurecimiento en los criterios de aprobación de este tipo de préstamos en la UEM. Las condiciones de las nuevas operaciones mostraron un comportamiento similar al observado en los créditos a las sociedades, aumentando las entidades españolas el margen aplicado a los préstamos ordinarios y a los de mayor riesgo, y las de la zona del euro, este último. Por el lado de la demanda, en las dos áreas se apreció un incremento de los requerimientos de fondos, de mayor magnitud en la UEM y con importantes diferencias en los factores subyacentes. Así, en el área del euro, la expansión se debió a una mejora de las perspectivas con respecto al mercado inmobiliario, que contrasta con el empeoramiento percibido por los hogares españoles y la pérdida de confianza de los consumidores en nuestro país. De este modo y como ya se ha mencionado anteriormente, la evolución positiva de las solicitudes para la compra de vivienda en España se debería, en una medida importante, a los efectos transitorios derivados de la finalización de la deducción fiscal por compra de vivienda habitual a comienzos de 2011.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. RESULTADOS GENERALES:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Préstamos a largo plazo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	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	0	2
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-5
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	4
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	2
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	8	0	0	0	20	10	21	5	1
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	15	11
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	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	2
Garantías requeridas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	4
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
PREVISIONES DE OFERTA											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	1
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Préstamos a largo plazo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	3
DEMANDA											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	4
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	7
Préstamos a largo plazo	0	0	8	1	0	1	11	6	17	-11	10
FACTORES DE DEMANDA											
Inversiones en capital fijo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-10	-1
Existencias y capital circulante	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	7
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	0	8	1	0	1	11	6	17	0	3
Reestructuración de la deuda	0	0	8	2	0	0	20	10	21	15	8
Financiación interna	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-3
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Emisión de valores de renta fija	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Emisión de acciones	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
PREVISIONES DE DEMANDA											
En general	0	1	7	2	0	0	10	5	28	10	16
Préstamos a corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	24	5	14
Préstamos a largo plazo	0	1	7	1	0	1	0	0	25	6	12

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS:</b>											
<b>OFERTA (criterios para la aprobación)</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	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	0	1
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	4
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	2
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	8	0	0	0	20	10	21	5	2
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	15	11
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	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	2
Garantías requeridas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	5
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
<b>PREVISIONES DE OFERTA</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	9	1	0	0	10	5	16	0	9
<b>PREVISIONES DE DEMANDA</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	7	2	0	0	10	5	28	15	17
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRANDES EMPRESAS:</b>											
<b>OFERTA (criterios para la aprobación)</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	1
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	4
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
Situación de liquidez de la entidad	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	2
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	3
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	3
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	3	6	0	0	1	33	17	25	0	1
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	5	4	0	0	1	56	28	26	28	13
Gastos, excluidos intereses	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	1
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	2
Garantías requeridas	0	2	7	0	0	1	22	11	22	6	4
Compromisos asociados al préstamo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
Plazo de vencimiento	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	2
<b>PREVISIONES DE OFERTA</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	1	8	0	0	1	11	6	17	11	1
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-11	5
<b>PREVISIONES DE DEMANDA</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	2	6	1	0	1	-11	-6	30	6	11



	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	5
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	3
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	0	9	0	0	1	0	0	0	0	4
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	7	0	0	1	22	11	22	6	-1
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	2	7	0	0	1	22	11	22	11	6
Garantías requeridas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Plazo de vencimiento	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Gastos, excluidos intereses	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
PREVISIONES DE OFERTA	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	3
DEMANDA	0	2	5	1	1	1	0	6	46	-17	16
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	3	5	0	1	1	-22	-6	46	-11	9
Confianza de los consumidores	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-6	-0
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Ahorro de las familias	0	0	8	1	0	1	11	6	17	6	-1
Préstamos de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Otras fuentes de financiación	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
PREVISIONES DE DEMANDA	1	2	6	0	0	1	-33	-22	36	17	-1
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	3
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Solvencia de los consumidores	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	8	0	0	0	20	10	21	5	1
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	2	8	0	0	0	20	10	21	10	6
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
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	0	1
PREVISIONES DE OFERTA	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
DEMANDA	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-10	-2
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-5	-4
Confianza de los consumidores	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-5	-3
Adquisición de valores	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Ahorro de las familias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-3
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
PREVISIONES DE DEMANDA	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	0	3

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

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

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

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)		
	--	-	o	+	++	NA		En t	En t-1	UEM en t
CAMBIO EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. ÚLTIMOS TRES MESES										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	2	6	1	0	1	-11	-6	17	-2
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	3	5	0	0	2	-38	-19	13	-13
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	6	4	0	0	0	-60	-30	-10	-16
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	8	1	0	0	1	-89	-44	0	-18
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	2	4	1	0	3	-14	-7	-7	-1
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	2	5	1	0	2	-13	-6	-6	-0
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	2	4	0	0	4	-33	-17	0	-0
CAMBIO EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. PRÓXIMOS TRES MESES										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	0	8	1	0	1	11	6	22	0
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	1	7	0	0	2	-13	-6	31	-6
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	1	9	0	0	0	-10	-5	10	-5
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	1	8	0	0	1	-11	-6	11	-6
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	1	5	1	0	3	0	0	-7	4
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	1	6	1	0	2	0	0	-6	6
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	1	5	0	0	4	-17	-8	0	4
INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. ÚLTIMOS TRES MESES										
Influencia en el coste de los fondos propios	1	6	3				70	40	45	38
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	4	6				40	20	35	23
INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. PRÓXIMOS TRES MESES										
Influencia en el coste de los fondos propios	1	5	4				60	35	45	37
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	5	5				50	25	30	24

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

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

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

En el caso de los préstamos a los hogares para consumo y otros fines, al igual que en los destinados a vivienda, la estabilidad de los criterios de aprobación, durante los meses finales de 2010, en nuestro país, respondió a un comportamiento neutral del conjunto de factores explicativos considerados, con la excepción, nuevamente, de los costes de financiación y la disponibilidad de fondos por parte de las entidades, que influyeron de forma levemente negativa. Los márgenes aplicados, tanto a los préstamos ordinarios como a los de mayor riesgo, se incrementaron, en una cuantía similar a la del trimestre precedente los segundos, y en una cuantía algo mayor, los primeros, mientras que los otros gastos se elevaron ligeramente y el resto de condiciones permaneció sin cambios. En el área del euro, la oferta se mantuvo prácticamente estable, endureciéndose ligeramente el margen aplicado a los préstamos más arriesgados. Las peticiones de este tipo de fondos, por parte de las familias, disminuyeron en ambas áreas geográficas, en línea con lo ocurrido en el período anterior. No obstante, lo hicieron de forma mucho más marcada en las entidades españolas, debido a la caída del gasto en bienes duraderos y a la disminución de la confianza de los consumidores.

Las contestaciones a las preguntas ad hoc, tanto en España como en la UEM (véase cuadro 2), indican que, de forma similar a lo que ocurriera en los meses de abril a junio de 2010, en los tres últimos meses del año se produjo un deterioro general en las condiciones de acceso a la financiación al por mayor. En esta ocasión, este resultado estaría relacionado con la renovación de las tensiones en los mercados soberanos del área del euro, como consecuencia de los problemas del sistema bancario irlandés y de sus finanzas públicas. Aunque la evolución fue negativa en todos los casos (y de mayor magnitud en nuestro país que en la zona del euro), se observan algunas diferencias con respecto a lo sucedido en la primavera de 2010. Así, por un lado, el deterioro registrado en la UEM habría sido, para todos los segmentos considerados, algo menor que entonces. Por otro lado, en España, mientras que las dificultades para la emisión de valores de renta fija se habrían incrementado de forma similar, el comportamiento observado en los mercados monetarios habría sido menos negativo. En sus respuestas a la segunda de las cuestiones ad hoc, los encuestados, en general, manifestaron que el efecto de la situación en los mercados financieros sobre el coste de sus fondos propios y sobre su disposición a conceder nuevos préstamos habría continuado siendo negativo. No obstante, en nuestro país este efecto fue algo menor que en rondas anteriores, especialmente en lo relativo a su impacto sobre la oferta de crédito, situándose incluso marginalmente por debajo del correspondiente al conjunto del área del euro.

Las previsiones de las entidades para el trimestre en curso apuntaban a una cierta estabilidad, en general, de la situación en los mercados financieros mayoristas, con tan solo pequeñas variaciones en los distintos segmentos. En este contexto, no se esperaban cambios en los criterios de aprobación en España, ni en hogares ni en sociedades<sup>2</sup>, y solo ligeros endurecimientos en los préstamos a las familias en la UEM. En cuanto a las nuevas solicitudes de financiación en nuestro país, los encuestados anticipaban un pequeño aumento, en el caso de las empresas (pymes, principalmente), y una reducción en las procedentes de los hogares, tanto para adquisición de vivienda como para consumo y otros fines, si bien de forma particularmente marcada en las primeras. En el área del euro, el dinamismo de las peticiones continuaría siendo superior al anticipado en España, incrementándose la demanda de fondos de las compañías y manteniéndose prácticamente la de los hogares.

25.1.2011.

---

2. Con la única excepción, nuevamente, de un cierto endurecimiento en los criterios de aprobación de nuevos préstamos a las compañías de mayor tamaño.

## LA REFORMA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA EN LA UEM

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Caballero, Pilar García Perea y Esther Gordo, del Servicio de Estudios.

### Introducción

Las lecciones que se derivan de la crisis que comenzó en agosto de 2007 están impulsando cambios profundos en diversos ámbitos, entre los que destacan las reformas en la regulación y supervisión del sistema financiero, orientadas a restablecer los controles adecuados y a desarrollar políticas macroprudenciales que eviten la acumulación de riesgos sistémicos.

Desde una perspectiva más europea, la crisis ha supuesto también un desafío sin precedentes para la arquitectura institucional de la unión monetaria. Ya desde el proceso de su gestación, numerosos economistas habían señalado que una unión monetaria entre países con estructuras económicas tan diversas requería una coordinación reforzada en el resto de los ámbitos de la política económica. Por ello se diseñaron distintos mecanismos e instrumentos para coordinar y supervisar las políticas macroeconómicas, fiscales y de regulación y supervisión financiera que permanecían en manos de los Gobiernos nacionales.

Los acontecimientos desencadenados a partir de la crisis fiscal de Grecia en la primavera de 2010 revelaron fragilidades estructurales en los instrumentos de coordinación y supervisión existentes, que permitieron la acumulación de desequilibrios que no se supieron detectar y corregir a tiempo y que terminaron por poner en peligro la estabilidad de la zona del euro. De un lado, las limitaciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para promover la disciplina fiscal. De otro, la insuficiente atención prestada a los desequilibrios macrofinancieros que estaban acumulando algunas economías. A ello se añadió la ausencia de mecanismos formales para solventar crisis como las experimentadas por Grecia e Irlanda, que han requerido asistencia financiera por parte del resto de países del área en conjunción con el FMI. Y todo ello en un contexto de integración comercial y financiera de dimensiones sin precedentes, que ha elevado al máximo la velocidad y la potencia con que las dificultades se propagan de unas economías a otras, haciendo que el riesgo específico de insolvencia de una de ellas pueda transformarse rápidamente en dificultades para el conjunto del área.

Para solventar estas lagunas, en la primavera de 2010, los jefes de Estado y de Gobierno de la UE decidieron establecer un grupo de trabajo, conocido como «Grupo Especial de Van Rompuy», al que se le encargó consensuar propuestas para una reforma de la gobernanza que tuviera como objetivo una coordinación más efectiva de las políticas económicas para incrementar la consistencia entre los países del área y que permitiera detectar con suficiente antelación la gestación de desequilibrios que puedan suponer un riesgo para la estabilidad financiera del área. El Grupo también tenía que analizar la conveniencia y el diseño de un mecanismo permanente para la gestión de crisis en aquellos casos en los que, pese a los mecanismos reforzados de prevención de riesgos, estos terminaran materializándose. El informe final de este Grupo, elaborado a partir de propuestas iniciales de la Comisión Europea, se hizo público el 21 de octubre de 2010 y fue aprobado por los jefes de Estado y de Gobierno de la UE los días 28 y 29 de octubre. En los meses posteriores, se han ido adoptando decisiones que cumplimentan y definen algunos aspectos y detalles de la reforma, aunque este todavía es un proceso abierto y tomará algún tiempo completarlo.

En este artículo se revisan de forma crítica los avances realizados hasta el momento en el proceso abierto de reforma de la gobernanza. Tras esta introducción, en el segundo epígrafe

**Una visión retrospectiva  
del diseño de la  
gobernanza económica  
en la UEM**

se ofrece una visión retrospectiva del diseño de la gobernanza europea desde sus orígenes hasta el momento previo a la crisis. En el tercero, se describen los principales fallos detectados durante el período de turbulencias financieras. En el apartado cuarto se detallan los aspectos que aborda la reforma actual de la gobernanza. En la última sección se presentan algunas conclusiones.

El debate que precedió a la aprobación del proyecto de Unión Monetaria Europea reflejó un cierto escepticismo en algunos ámbitos, académicos, principalmente, acerca de la viabilidad de una unión monetaria entre países con estructuras económicas relativamente dispares entre sí y alejadas de los criterios o requisitos que, según la teoría de las áreas monetarias óptimas, deberían cumplir los países que forman parte de una unión monetaria, que pueden resumirse en: una elevada movilidad de factores, una flexibilidad de precios y salarios suficiente, y la existencia de un presupuesto común de dimensiones adecuadas para transferir fondos a las regiones afectadas por choques asimétricos. Por ello, desde un primer momento se hizo evidente que la introducción del euro y de la política monetaria única —cedida a una entidad supranacional independiente (el BCE)— debía llevar aparejada la implementación de mecanismos para coordinar y supervisar el resto de las políticas macroeconómicas que iban a permanecer bajo la responsabilidad de las autoridades nacionales.

Esta necesidad se justifica no solo por la conveniencia de imprimir unos principios comunes a las políticas económicas dentro de un área monetaria, sino también por la existencia de externalidades y vías de interdependencia que, si no se tienen en cuenta a la hora de establecer los objetivos nacionales, podrían conducir a situaciones subóptimas. Por ejemplo, una expansión fiscal en una economía de tamaño elevado genera efectos positivos sobre las exportaciones del resto de los países, pero también puede presionar al alza sobre la inflación y sobre los tipos de interés del conjunto del área [véase Van der Noord et ál. (2008)].

La gobernanza económica del área del euro se diseñó respetando el principio de subsidiariedad —los Gobiernos son soberanos en el diseño de las políticas económicas distintas de la monetaria<sup>1</sup>—, pero reconociendo la necesidad de establecer al mismo tiempo instrumentos y mecanismos que garantizaran el grado de coordinación necesario para conseguir un entorno macroeconómico estable. Con todo, las distintas políticas quedaron sujetas a grados de coordinación muy diversos<sup>2</sup>, que, a la luz de los acontecimientos recientes, han resultado claramente insatisfactorios.

Así, para la coordinación de las políticas fiscales en la UEM se introdujo un marco normativo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que engloba un conjunto de reglas y procedimientos orientados a garantizar la disciplina presupuestaria de los Estados miembros. A grandes rasgos, este esquema de coordinación cuenta con una vertiente preventiva que pretende que los países mantengan superávits o situaciones presupuestarias próximas al equilibrio a medio plazo, tratando de impedir la aplicación de políticas presupuestarias pro-cíclicas, y una vertiente correctiva, que se traduce en la obligación de los Estados miembros de evitar déficits públicos excesivos —aquellos que superen el umbral del 3% del PIB— y una deuda pública superior al 60% del PIB. El incumplimiento de estos valores de referencia y de las recomendaciones para corregirlos puede desembocar en la aplicación de sanciones. La

---

1. Aunque tampoco faltaron propuestas, procedentes en su mayor parte de Francia, que abogaban por la existencia de un Gobierno económico que, ante cualquier desafío, plantease respuestas de política económica comunes. 2. En el artículo 99 del Tratado de la Unión se establece que los Estados miembros considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinarán en el seno del Consejo, recogiendo la importancia de las externalidades e interdependencias. Véase Sapir et ál. (2003), para un análisis detallado de los diferentes esquemas de coordinación a que están sujetas las distintas políticas (comercial, agraria, etc.).

Comisión Europea es la encargada de supervisar la aplicación del PEC, aunque las decisiones finales sobre la apertura de procedimientos y las recomendaciones se han adoptado por mayoría cualificada en el ECOFIN (formado por los ministros de Economía de los Estados miembros de la UE).

Para la coordinación de las políticas estructurales y macroeconómicas se introdujo un esquema menos estricto. El principal instrumento de coordinación lo constituían las denominadas Orientaciones Generales de Política Económica (OGPE), que establecen las prioridades de política económica para la zona del euro tratando de otorgar coherencia a las medidas adoptadas por los distintos países. La supervisión de su cumplimiento se basa en el principio de aprendizaje mutuo, a través del intercambio de experiencias e información, y la «presión entre pares»<sup>3</sup>. En este esquema de coordinación quedó enmarcada la estrategia de Lisboa, lanzada en el año 2000 para impulsar los procesos de reforma estructural con la fijación de objetivos a nivel europeo y que incorpora una revisión periódica de los avances realizados mediante el establecimiento de un conjunto de indicadores y valores de referencia. Con todo, estas prácticas de coordinación han mantenido un carácter más laxo que la supervisión fiscal, lo que en la práctica ha limitado mucho su efectividad<sup>4</sup>.

Este diseño desigual de los procedimientos de coordinación de las políticas fiscales y macroeconómicas reflejaba el triunfo de una corriente de pensamiento representada principalmente por Alemania, que ponía el énfasis en la necesidad de establecer los instrumentos necesarios para garantizar la disciplina fiscal de los Estados miembros, como requisito esencial para preservar la estabilidad de precios y el funcionamiento adecuado de la UEM [véase Pisani-Ferry (2006)]. El argumento que subyace a esta postura es que la introducción del euro podría debilitar los incentivos para mantener unas políticas fiscales disciplinadas a través de dos vías: por un lado, la pertenencia a una unión monetaria puede potenciar los efectos sobre la actividad asociados a una expansión fiscal, ya que el aumento de la demanda nacional no se vería atenuado por la apreciación del tipo de cambio que se produciría de mantener la moneda nacional, lo que introduciría un sesgo expansivo en la política fiscal. Por otro, las autoridades nacionales pueden percibir que, si su falta de disciplina acaba generando dificultades financieras, recibirán asistencia financiera del resto de los miembros de la unión.

En cambio, en el caso de las políticas estructurales, predominaba la visión de que la propia existencia de una unión monetaria y el aumento de la competencia que conlleva actuarían como catalizador de los procesos de reforma (el argumento conocido como TINA o *There is no alternative*), evitando una acumulación excesiva de desequilibrios. Además, la ausencia del tipo de cambio hace que el buen funcionamiento de una unión monetaria ante cualquier perturbación dependa en buena medida de la capacidad de ajuste interno de cada país, lo que debería haber propiciado un avance en las reformas encaminadas a aumentar la flexibilidad y la capacidad de ajuste ante *shocks*, para evitar «quedarse rezagado». Por último, a diferencia de lo que sucede con las políticas fiscales, la evidencia empírica señalaba que los efectos de desbordamiento o *spillovers* relacionados con las reformas estructurales eran muy limitados [Everaert y Schule (2006)]. En consecuencia, en este caso, no se establecieron mecanismos estrictos de coordinación y supervisión y resultó insuficiente el grado de atención que se prestó a los desequilibrios y divergencias macroeconómicas que se iban generando entre los países de la zona del euro.

---

3. Este proceso se ve reforzado por la posibilidad de que el ECOFIN formule recomendaciones, de acuerdo con el artículo 99.4 del tratado. 4. Son muchos los autores que opinan que las OGPE eran muy numerosas y tenían un carácter demasiado general como para constituir un referente apropiado en el diseño de la política económica [Pisani-Ferry (2006)].



FUENTE: Eurostat.

**¿Cómo ha resistido este esquema de gobernanza durante la crisis financiera internacional?**

La crisis ha puesto de manifiesto las carencias del PEC para promover de forma suficiente la disciplina fiscal. El escaso compromiso que han mostrado algunos Gobiernos y los fallos en la vigilancia por parte de las autoridades europeas posibilitaron, por ejemplo, que Grecia y otras economías incumpliesen de manera reiterada los compromisos adquiridos (véase gráfico 1).

Los problemas con el funcionamiento del PEC no son, sin embargo, una novedad. En su diseño inicial, el PEC constituía un conjunto de reglas más simple que el actual, cuya aplicación tenía un carácter semiautomático, aunque el Consejo (formado por los ministros de Economía de la UE) se reservaba la decisión última sobre la imposición de sanciones. Pero esto no evitó que desde su nacimiento, en 1997, fuera objeto de numerosas críticas y propuestas de reforma procedentes en su mayor parte del mundo académico [Fischer et ál. (2006)]. Unos criticaban el insuficiente automatismo y la falta de credibilidad del régimen de sanciones [Uhlig (2002)], alineándose con la idea original formulada por el ministro de Economía alemán Theo Waigel en 1995, que reclamaba la necesidad de un Pacto de disciplina fiscal donde, de manera automática, se aplicasen sanciones a los países que superasen el límite de déficit del 3% del PIB. Otros, en cambio, reclamaban que el Pacto pusiera más énfasis en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, dejando margen de maniobra para el empleo de la política fiscal como elemento de estabilización a corto plazo [Pisany-Ferri (2002)].



En este contexto, en noviembre de 2003 el Pacto se situó ante una encrucijada por la falta de consenso entre la Comisión y el Consejo acerca del establecimiento de sanciones a Francia y a Alemania, que, a pesar de ser las grandes potencias impulsoras del PEC, habían incumplido los compromisos adquiridos y mostraban una escasa voluntad para aplicar las reglas establecidas. Todo ello derivó en la reforma de 2005, que introdujo una mayor flexibilidad en la aplicación del PEC, mediante la introducción de atenuantes y eximentes, basados en circunstancias económicas, para los países que rebasen el 3% de déficit; la ampliación de los plazos para corregir desequilibrios presupuestarios y la reafirmación del papel del Consejo a la hora de imponer las sanciones [Coeuré y Pisani-Ferry (2005) y Buti et ál. (2005)]<sup>5</sup>.

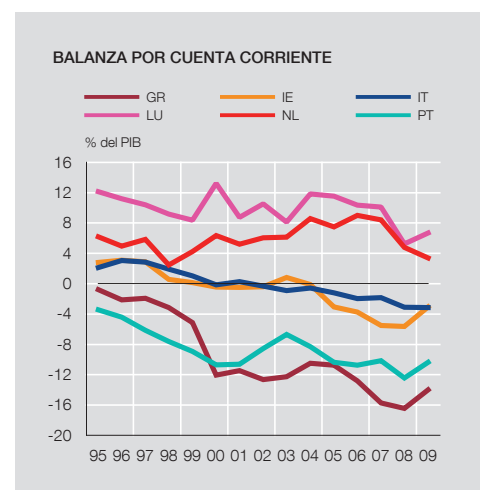
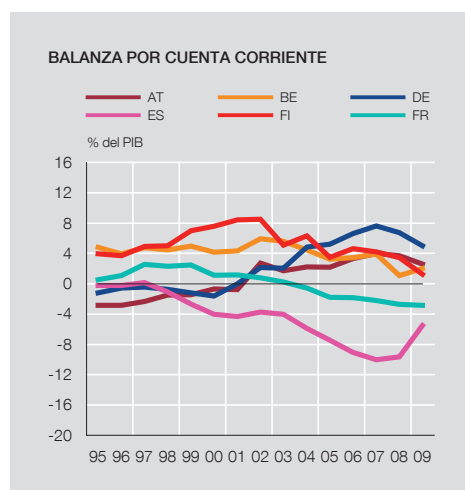
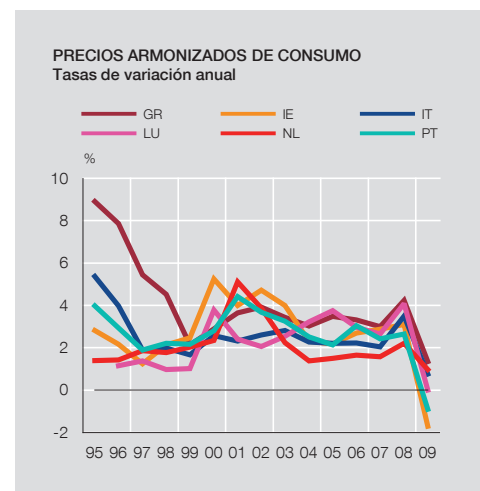
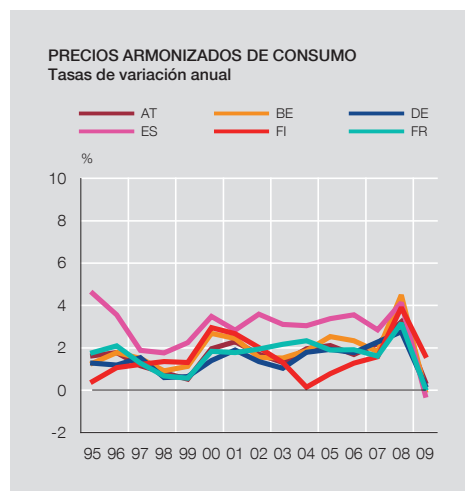
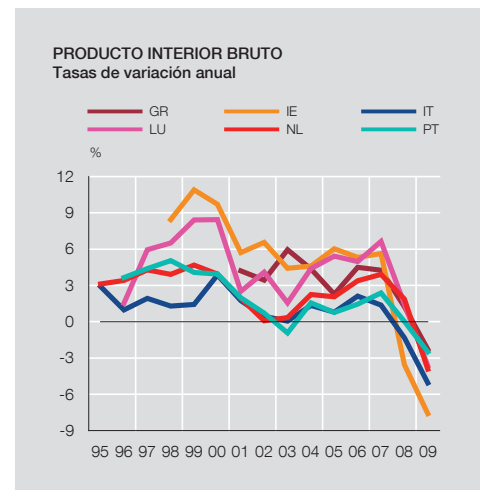
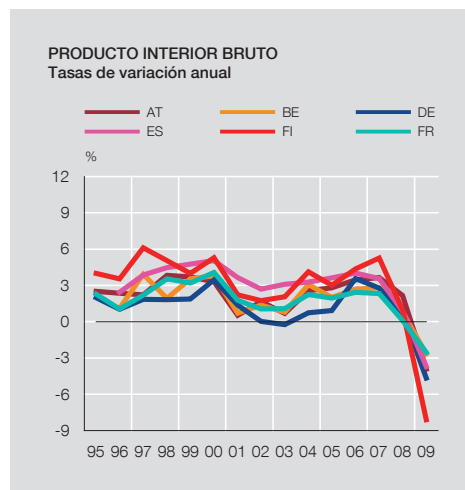
En consecuencia, el marco adquirió un carácter más flexible. Es evidente que esta mayor flexibilidad permitió, por ejemplo, acomodar las políticas fiscales expansivas que aplicaron los Gobiernos como parte de su respuesta ante la crisis económica y financiera y que estaban amparadas y coordinadas a nivel europeo por el Plan Europeo de Recuperación Económica. Pero no lo es menos que el mayor grado de discrecionalidad hizo que el éxito del PEC dependiera cada vez más de la voluntad de los Gobiernos a la hora de respetar las reglas acordadas. Como se puede apreciar en el gráfico 1, numerosos países superaron los valores de referencia establecidos para el déficit y la deuda desde la introducción del euro, sin que ello derivase en la aplicación de las sanciones contempladas en el PEC.

Otra de las lecciones aprendidas durante los años de vigencia del euro es que los esquemas de coordinación diseñados para el resto de las políticas macroeconómicas no han sido muy efectivos a la hora de impulsar reformas estructurales de alcance y garantizar la consistencia de las políticas económicas de los distintos Estados miembros. Así, lejos de converger hacia estructuras económicas similares, tal y como propugnaba la literatura sobre la endogeneidad de las áreas monetarias [Frenkel y Rose (1996)], las economías de la zona del euro han ido acumulando divergencias en el comportamiento de las principales variables macroeconómicas (véanse gráficos 1 y 2).

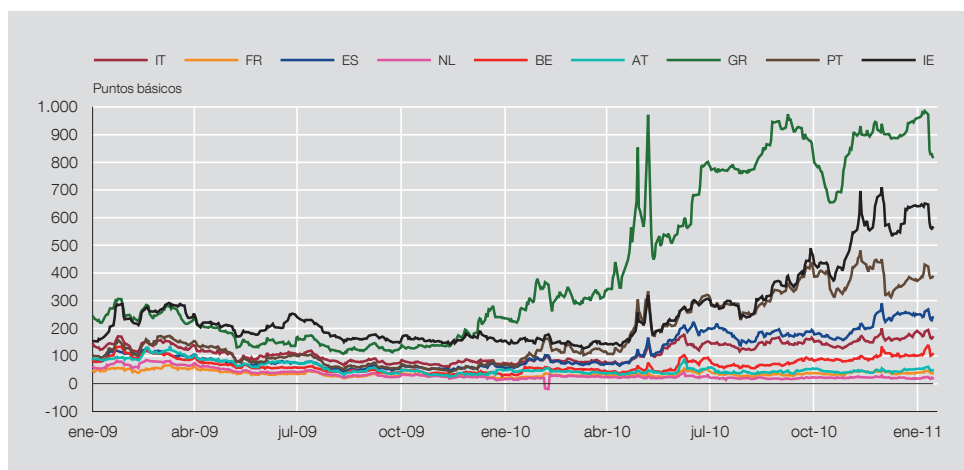
En principio, la existencia de diferencias en las tasas de crecimiento del PIB o de los precios y la evolución divergente de los saldos por cuenta corriente no tienen por qué ser necesariamente indicativas de un funcionamiento inadecuado de la unión. Muy al contrario, en una unión monetaria el principal mecanismo de ajuste ante *shocks* asimétricos o ante *shocks* comunes con efectos asimétricos es el canal de competitividad, cuya activación justifica la existencia de divergencias durante el proceso de transición hacia el nuevo equilibrio. Por ejemplo, si un país registra un *shock* positivo de demanda, sus precios y costes tenderán a mostrar mayores tasas de crecimiento que los del resto de los países de la unión, lo que se traducirá en una apreciación de su tipo de cambio real, que acabará restringiendo sus exportaciones netas y moderando el crecimiento. La rapidez con la que actúa este mecanismo de ajuste y, por tanto, la persistencia de esas diferencias están íntimamente ligadas a la flexibilidad y la capacidad de ajuste de la economía. Además de estas diferencias transitorias relacionadas con el proceso de ajuste ante perturbaciones, los procesos de convergencia real podrían justificar también la existencia de diferencias en los crecimientos de precios y salarios mediante el denominado «efecto Balassa-Samuelson», que, en esencia, establece que aquellos países en los que se observan grandes diferencias en las tasas de crecimiento de la productividad, debidas, por ejemplo, a un proceso de convergencia de los niveles de renta, mostrarán también, por lo general, tasas de inflación más elevadas.

---

5. La reforma afecta tanto a la parte preventiva del Pacto como a la correctiva. En el primer caso, se adaptan los objetivos presupuestarios de medio plazo a las condiciones nacionales. Asimismo, se condicionan el ritmo y el grado de ajuste hacia dicho objetivo de medio plazo en función de la evolución cíclica de la economía y se permiten desviaciones en el caso de introducir reformas estructurales. En cuanto a la parte correctiva, los cambios tienden a flexibilizar las condiciones que permiten calificar un déficit por encima del 3% como no excesivo, así como los plazos de corrección de dichos déficits.



FUENTE: Eurostat.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

Pero no se puede negar que las divergencias observadas en la zona del euro reflejaban también otras fuerzas tendentes al desequilibrio a las que no se ha prestado suficiente atención. Así, en algunas economías se produjo un exceso de optimismo sobre las expectativas de renta futura, que llevó a establecer una senda de gasto inadecuada, elevando los desequilibrios por cuenta corriente y los niveles de endeudamiento privado hasta niveles excesivos, provocando un deterioro notable de la competitividad y alimentando incrementos en los precios de algunos activos financieros superiores a los justificables en función de sus determinantes fundamentales [Campa y Gavilán (2006)]. El aumento de la integración financiera facilitó la financiación de esos planes de gasto, en un contexto de infravaloración de riesgos. En otras economías del área se acumularon superávits por cuenta corriente que reflejaban una notable contención del gasto, debido a la moderación salarial aplicada, así como a una debilidad estructural de la demanda interna.

Como la crisis actual ha revelado, la acumulación de unos niveles excesivos de deuda pública y privada puede dar lugar a procesos drásticos de reevaluación del riesgo que terminen por restringir la capacidad de los agentes económicos, Gobiernos incluidos, para financiarse en los mercados a tipos de interés razonables. Dado el grado de integración alcanzado, los riesgos específicos de un país pueden adquirir un carácter sistémico que llegue a afectar la estabilidad financiera del área del euro en su conjunto. La ausencia de reglas o instrumentos preestablecidos para afrontar estas situaciones ha contribuido a aumentar la volatilidad y la incertidumbre de los mercados hasta niveles muy elevados (véase gráfico 3). De ahí la necesidad de contar con un esquema permanente de resolución de crisis que permita instrumentar de forma rápida y transparente la asistencia financiera a países que lo puedan requerir, sin tener que improvisar soluciones de emergencia como las adoptadas en mayo de 2010, cuyo plazo de vigencia es limitado.

### **La nueva estrategia de la UE**

La Comisión Europea ya se había manifestado a favor de llevar a cabo una reforma de la gobernanza en su análisis sobre los 10 años de vigencia del euro [Comisión Europea (2008)], donde reclamaba la mejora de los mecanismos de coordinación y supervisión fiscal y de los desequilibrios macroeconómicos y de competitividad. Pero han sido la crisis y sus consecuencias las que han propiciado avances importantes en diferentes ámbitos.

Por un lado, la gobernanza europea se verá impulsada por el «semestre europeo», que entra en funcionamiento el 1 de enero de 2011. Durante los seis primeros meses del año, el Conse-

jo Europeo identificará los principales desafíos económicos y asesorará a los países sobre las políticas estratégicas que deban adoptar. El semestre europeo permitirá realizar un debate a nivel europeo antes de que los países elaboren los presupuestos y los programas de reforma nacionales y se espera que los Gobiernos, al presentar el proyecto de presupuesto al Parlamento Nacional, incluyan las recomendaciones de la Comisión. Por otro lado, la nueva estrategia «Europa 2020», dirigida a aumentar el potencial de crecimiento europeo, va a suponer la introducción de nuevos instrumentos encaminados a mejorar la gobernanza europea. En concreto, la novedad más importante es que, a propuesta de la Comisión, se abordarán un conjunto de iniciativas emblemáticas<sup>6</sup> a nivel europeo —y no por países—. Dichas iniciativas irán dirigidas a apoyar los esfuerzos de reforma por parte de los países.

Pero ha sido en el Consejo Europeo de primavera de 2010, tras la crisis de Grecia, cuando los jefes de Estado y de Gobierno de la UE han alcanzado mayores compromisos para impulsar una nueva estrategia basada en una coordinación más eficaz de las políticas económicas, introduciendo unos esquemas de actuación más estrictos. Con este fin pusieron en marcha un Grupo Especial de Trabajo formado por los ministros de Economía de los países de la UE, la Comisión Europea y el BCE, y dirigido por Herman Van Rompuy, presidente del Consejo Europeo, que tenía como propósito principal abordar una reforma profunda de la gobernanza, sin modificar aspectos fundamentales del Tratado de la UE que hubieran requerido un proceso de aprobación largo y costoso. El conjunto de recomendaciones contenidas en el informe final del Grupo de Trabajo, publicado el pasado 21 de octubre, constituye, junto con las propuestas que al respecto ha realizado la CE, el primer peldaño de un proceso; en dicho proceso todavía quedan pendientes de concretar numerosos aspectos técnicos, y deberá culminar antes del verano de 2011 con la elaboración de las correspondientes propuestas legislativas, que serán revisadas y, en su caso, aprobadas por el Consejo y el Parlamento europeo, de acuerdo con sus respectivas competencias.

Las propuestas de la Comisión Europea y del Grupo de Trabajo se pueden clasificar en tres grandes apartados: las encaminadas a mejorar la supervisión y el cumplimiento de los objetivos de la política fiscal; las destinadas a ampliar el perímetro de la supervisión de las políticas económicas no monetarias para incluir los desequilibrios macroeconómicos y de competitividad, y, finalmente, el diseño de un mecanismo permanente para la gestión de crisis<sup>7</sup>.

MAYOR DISCIPLINA FISCAL:  
FORTALECIMIENTO DEL PACTO  
DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

La reforma parte de la premisa de que el PEC continúa proporcionando un marco normativo apropiado para asegurar la disciplina fiscal, aunque requiere un conjunto de modificaciones para mejorar su implementación. Entre los principales cambios, la reforma otorga una mayor relevancia al criterio de la deuda pública, tanto en la definición de los objetivos presupuestarios como en los procedimientos de vigilancia y sanción, reconociendo la relevancia de esta variable para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Además, se introducen sanciones políticas y financieras, tanto en la vertiente preventiva del Pacto como en la vertiente correctiva. Con carácter general, las sanciones se aplicarán por el mecanismo del voto inverso, lo que supone que se impondrán automáticamente a propuesta de la Comisión, a menos que una mayoría cualificada de los países las rechace dentro de un plazo determinado. De este modo se refuerza el papel de la Comisión, aumentando la automaticidad y la credibilidad del régimen de sanciones. En tercer lugar, se promueve la contribución más eficaz de los marcos fiscales nacionales al logro de la disciplina presupuestaria mediante el establecimiento de unos requisitos mínimos que deben cumplir esos marcos antes de que finalice 2013. Finalmente, se

6. Las iniciativas emblemáticas que se abordarán a nivel europeo se refieren a los campos de reformas estructurales, innovación e I+D, energía y cambio climático, empleo, educación e inclusión social. 7. El informe del Grupo de Trabajo presenta propuestas en dos áreas adicionales: el fortalecimiento de las instituciones y profundización y ampliación de la coordinación.

establecen mecanismos para mejorar la calidad de los datos estadísticos, al considerar que esta resulta imprescindible para asegurar una aplicación efectiva de las medidas propuestas, tal y como demuestra el caso de Grecia.

Más concretamente, en la vertiente preventiva, la reforma trata de evitar comportamientos procíclicos de la política fiscal y que los posibles aumentos de ingresos extraordinarios (asociados por ejemplo a un *boom* inmobiliario) se dediquen a financiar incrementos del gasto. Para ello se introduce un nuevo concepto de lo que se considera una Política Fiscal Prudente (PFP), que básicamente propone que el crecimiento anual del gasto no exceda el «crecimiento prudente del PIB a medio plazo», o incluso que sea claramente inferior en el caso de que no se hayan alcanzado los Objetivos Presupuestarios de Medio Plazo (OMP). Únicamente podrán exceder esa referencia los países que hayan alcanzado sobradamente sus OMP o si el exceso del gasto se compensa con aumentos discrecionales de ingresos. También se propone una senda de ajuste más rápida hacia los OMP para los países que presentan un nivel de deuda superior al 60% del PIB o riesgos elevados en términos de sostenibilidad de la deuda. Los detalles técnicos de estas propuestas, no obstante, están aún pendientes de concretar.

La aparición de desviaciones significativas pondrá en marcha un mecanismo que contempla en primera instancia sanciones políticas y de reputación, pero que puede concluir con la aplicación de sanciones financieras. La apertura de esta posibilidad en la vertiente preventiva del PEC constituye una importante novedad, que trata de evitar el problema existente en el anterior marco de que las eventuales sanciones solo se podían imponer en una etapa muy tardía del proceso, lo que debilitaba su carácter disuasorio y podría resultar contraproducente, al agravar una situación financiera posiblemente ya deteriorada (véase cuadro 1). Tras la reforma, si un país, incluso con un déficit inferior al 3%, se apartase significativamente de la trayectoria de ajuste fiscal prevista y no corrigiese la desviación, la Comisión realizaría un aviso y, en el plazo de un mes, el Consejo haría una recomendación. Si el país en cuestión no respondiera con eficacia a las recomendaciones del Consejo en un plazo de cinco meses, se aplicarían las sanciones financieras, en forma de depósito con intereses. Este plazo quedaría reducido a tres meses si la Comisión considerase que la situación es particularmente grave y es necesaria una acción urgente. La sanción propuesta por la Comisión se adoptará por la regla de mayoría inversa, mencionada anteriormente.

En la vertiente correctiva, por su parte, se otorga también una mayor relevancia al criterio de la deuda pública, de tal forma que, si la ratio deuda pública/PIB es superior al 60% y no se está reduciendo de un modo considerado satisfactorio, ello sería motivo para la apertura de un procedimiento de déficit excesivo (PDE) o para evitar el cierre de un procedimiento ya abierto, aunque el déficit público sea inferior al 3% del PIB. En este caso, queda también pendiente de establecer un criterio cuantitativo más preciso para determinar lo que se entiende por reducción satisfactoria de la ratio de deuda<sup>8</sup>.

Por lo que respecta a las sanciones, la apertura del PDE implicará que, si el país en cuestión ya ha sido sancionado con la imposición de un depósito remunerado, este deje de remunerarse. Si el país no ha sido sancionado con la imposición de un depósito remunerado, el inicio del PDE dará lugar a una recomendación del Consejo con las actuaciones que deben realizarse en un plazo prefijado. En el caso de que las desviaciones fueran de especial gravedad,

---

8. La Comisión propone que se considere que una deuda respecto al PIB por encima del 60% se está reduciendo suficientemente si su distancia con respecto al 60% del valor de referencia del PIB se ha reducido en los últimos tres años a una tasa del orden de una vigésima parte por año. Pero añade que el incumplimiento de este punto de referencia numérica no es, sin embargo, suficiente para que el país en cuestión se coloque necesariamente en situación de déficit excesivo.

PROCEDIMIENTO ACTUAL	RECOMENDACIONES DEL GRUPO DE TRABAJO
<b>Sanciones del brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento</b>	
En caso de desviación de la senda de ajuste: - Aviso de la Comisión. - El Consejo podrá emitir una recomendación fijando un plazo para la corrección de la desviación.	En caso de desviación de la senda de ajuste: - Aviso de la Comisión. - Recomendación del Consejo (en un mes) fijando un plazo para la corrección de la desviación. - Sanción en forma de depósito remunerado si no se toman acciones apropiadas en un plazo de cinco meses (tres en casos graves).
<b>Sanciones del brazo correctivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento</b>	
Cuando un Estado miembro es situado en Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), se fija un plazo de seis meses para tomar acciones que corrijan la situación (art. 126.6).	Cuando un Estado miembro es situado en PDE, existen dos posibilidades: - Si el Estado ya ha sido sometido a sanciones del brazo preventivo del PEC, se impondrá inmediatamente una sanción en forma de depósito no remunerado. - En caso contrario, el Consejo adoptará una recomendación fijando un plazo para tomar acciones efectivas. En situaciones particularmente serias, se podrán aplicar sanciones de modo inmediato.
Si no se han realizado acciones en el plazo señalado, el Consejo hará pública su recomendación (art. 126.8). También podrá realizar un aviso al Estado en cuestión para que tome medidas para reducir el déficit (art. 126.9).	Si no se realizan acciones en el plazo señalado, se aplicará una multa.
Si el Estado incumple las recomendaciones del Consejo de modo reiterado, el Consejo podrá aplicar sanciones (art. 126.11).	Si el Estado incumple las recomendaciones del Consejo de modo reiterado, la multa será incrementada e incluirá un componente variable ligado al nivel del déficit.
<b>Procedimiento de toma de decisiones</b>	
Todas las decisiones se toman por el Consejo, con base en las recomendaciones de la Comisión, bajo la regla de mayoría normal cualificada.	Las decisiones previstas en el Tratado se tomarán de acuerdo con las reglas de votación actuales. Todas las decisiones del nuevo régimen de sanciones basado en el artículo 136 del Tratado se tomarán de acuerdo con la regla de mayoría inversa cualificada.
<b>Supervisión macroeconómica</b>	
En caso de que las políticas económicas de un Estado miembro no se hallen en línea con las Grandes Orientaciones de Política Económica, o bien puedan suponer una amenaza para el adecuado funcionamiento de la UEM: - Aviso de la Comisión. - El Consejo puede emitir una recomendación fijando un plazo para corregir la desviación. (No existe un conjunto de indicadores señalado en los que basar la valoración).	Se utilizará un mecanismo de alerta basado en un conjunto de indicadores económicos para realizar el seguimiento y valoración de los desequilibrios y vulnerabilidades macroeconómicas. En caso de que las políticas económicas de un Estado miembro no se hallen en línea con las Grandes Orientaciones de Política Económica, o bien puedan suponer una amenaza para el adecuado funcionamiento de la UEM: - Aviso de la Comisión. - En caso de desequilibrios particularmente graves, el Consejo situará al país en «posición de desequilibrio excesivo», con una recomendación para corregir los desequilibrios. - Aumento de los requerimientos de información. - En caso de incumplimiento reiterado de las recomendaciones, se aplicarán sanciones a los Estados miembros de la UEM.

FUENTE: Comisión Europea.

las sanciones financieras se podrían aplicar de inmediato, sobre la base de una recomendación de la Comisión. Por último, en el caso de que el Consejo decida que un país no ha tomado medidas efectivas para reducir el déficit excesivo dentro del plazo establecido, se aplicará una multa. El incumplimiento reiterado de las recomendaciones dará lugar a una multa de cuantía superior, que incluirá un componente variable relacionado con el nivel de déficit. Cabe destacar que esta última es la única de las sanciones propuestas que requeriría una mayoría cualificada del Consejo, ya que el resto se adoptarían por el mecanismo de votación inversa. No obstante, hay que señalar que en la etapa previa a la imposición de las sanciones (esto es, la valoración de si las desviaciones son o no significativas) las decisiones relevantes siguen correspondiendo al Consejo y adoptándose por mayoría cualificada.

Por otra parte, la reforma considera que el reforzamiento de los marcos fiscales nacionales es un requisito esencial para mejorar la disciplina fiscal y garantizar el cumplimiento del Pacto. El

fundamento de esta propuesta descansa en el convencimiento, reforzado por distintos resultados empíricos, de que las reglas e instituciones nacionales tienen una influencia significativa sobre la situación y evolución de las finanzas públicas [véase, por ejemplo, Wyplosz (2002), que propone una descentralización del Pacto consistente en trasladar los compromisos de este a los respectivos marcos nacionales]. El Grupo Especial propone un enfoque a dos niveles, incluyendo en el primero un conjunto de requisitos mínimos que los países deberán introducir antes de que finalice 2013 y, en el segundo, un conjunto de normas adicionales no vinculantes.

Entre los requisitos mínimos se exige que los principios contables, las cuestiones estadísticas y las prácticas de previsión presupuestaria sean coherentes con las normas europeas para facilitar la transparencia y el seguimiento de la evolución presupuestaria. Se recomienda también la adopción de una perspectiva fiscal de planificación plurianual, con el fin de garantizar el logro de los objetivos de medio plazo establecidos, y el establecimiento de reglas fiscales numéricas que reflejen los compromisos del PEC. Los países deben garantizar que estas características se aplican a todos los subsectores de las Administraciones Públicas. En este contexto, uno de los avances más relevantes es la recomendación de proporcionar información de calidad y con una frecuencia mensual, tanto del Gobierno central como de los regionales y locales, ya que permitiría un conocimiento más temprano sobre la ejecución presupuestaria de los países.

El segundo nivel incluye criterios adicionales no vinculantes, entre los que destaca la conveniencia de introducir agencias fiscales independientes para la supervisión de la evolución y de las políticas presupuestarias.

Por último, para conseguir una aplicación efectiva de las medidas propuestas es imprescindible basarse en estadísticas de calidad, y para ello el Consejo ha aprobado un reglamento para reforzar las competencias de control de Eurostat, en el que se contempla, incluso, la aplicación de sanciones para los países que no tengan en cuenta el carácter vinculante del «Código de buenas prácticas de las estadísticas europeas».

UN NUEVO MECANISMO  
DE VIGILANCIA DE LOS  
DESEQUILIBRIOS  
MACROECONÓMICOS

Entre las novedades más importantes de las propuestas del Grupo Especial se encuentra la introducción de un nuevo mecanismo destinado a evaluar y, si es necesario, corregir los desequilibrios macroeconómicos y las vulnerabilidades de los Estados miembros. Detrás de esta propuesta subyace el fracaso de los procedimientos de coordinación de las políticas estructurales existentes y el reconocimiento de que la disciplina presupuestaria es una condición necesaria pero no suficiente para garantizar la estabilidad financiera del área.

Al igual que el PEC, este nuevo marco de supervisión presenta un enfoque en dos etapas, con una vertiente preventiva y otra correctiva, con recomendaciones y sanciones. En la vertiente preventiva se propone examinar anualmente las vulnerabilidades y los riesgos de desequilibrios macroeconómicos a partir de un sistema de alerta compuesto por un conjunto de indicadores, que todavía se encuentra pendiente de definir. No obstante, la Comisión ha avanzado la conveniencia de incorporar indicadores sobre los desequilibrios externos, tales como el déficit por cuenta corriente, la deuda externa y la competitividad medida con precios y/o costes, así como indicadores que permitan detectar desajustes internos, tales como la deuda pública y privada o el crecimiento del crédito. Sobre estos indicadores se establecerán umbrales de alerta, que serán diferentes para los países de la zona del euro, a fin de tener en cuenta las características específicas de la unión monetaria. La Comisión elaborará una lista definitiva de indicadores que deben ser aprobados por el Consejo, que podrá ser actualizada cuando se considere conveniente.



Este mecanismo de alerta servirá para diferenciar aquellos países con un riesgo potencial de desequilibrio excesivo. En estos casos, la Comisión debe llevar a cabo, en colaboración con el BCE, un análisis en profundidad de la situación económica global del país en cuestión, en el que evaluará la posible existencia de desequilibrios, si estos son excesivos y, en caso afirmativo, las medidas de política económica más apropiadas para corregirlos. En este proceso se deben tener en cuenta las recomendaciones de otros mecanismos de vigilancia, incluyendo el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico.

En caso de que la Comisión considere que el desequilibrio es de especial gravedad y que puede suponer una amenaza para la estabilidad del conjunto del área, el Consejo debe decidir, sobre la base de una recomendación de la Comisión, si coloca al país en una «posición de desequilibrio excesivo». Como en el caso fiscal, esta situación supone que las políticas de esos países quedan sujetas a un seguimiento estricto por parte de las instituciones europeas, que podría concluir con la imposición de sanciones. No obstante, a diferencia de lo que sucede en el PEC, las sanciones financieras no se aplicarían en la fase preventiva, sino en la correctiva, y solo en el caso de que los países incumplan de modo reiterado las recomendaciones.

#### MECANISMO PERMANENTE DE GESTIÓN DE CRISIS

Una de las piezas no previstas en la arquitectura de la gobernanza europea era un mecanismo para la gestión de crisis que pudieran poner en riesgo la estabilidad financiera del área del euro en su conjunto. De este modo, en la primavera de 2010, en una situación de inestabilidad extrema, los Gobiernos de la UEM se vieron obligados a introducir dos nuevos instrumentos, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, para canalizar la ayuda financiera multilateral a cualquier país de la zona del euro que la pudiera requerir. El funcionamiento de estos mecanismos está siendo satisfactorio, tal y como ha demostrado la reciente crisis de Irlanda, pero no se puede olvidar que tienen un plazo limitado de vigencia. Por ello, las conclusiones del Grupo Especial recogían la necesidad de establecer un mecanismo permanente y robusto de resolución de crisis, capaz de afrontar situaciones de inestabilidad financiera y de evitar contagios en el seno de la UEM. Aunque el reforzamiento del PEC y la instauración de un nuevo sistema de vigilancia de los desequilibrios económicos deben contribuir a reducir sustancialmente la probabilidad de nuevas crisis futuras, es preciso contar con los instrumentos adecuados para gestionarlas si terminan surgiendo.

El diseño de este mecanismo se ha comenzado a perfilar en los meses de noviembre y diciembre y sus principios básicos fueron aprobados en el Consejo Europeo de 16 y 17 de diciembre. El Mecanismo Europeo de Estabilidad, que es como se denominará esta nueva pieza del sistema de gobernanza, entrará en vigor a partir de 2013, y su funcionamiento se basará en la actual Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, a la que sustituirá. Tal y como habían acordado previamente los países del Eurogrupo, su propósito será salvaguardar la estabilidad financiera del área proporcionando asistencia financiera a los países del área del euro afectados por perturbaciones financieras con implicaciones sistémicas. La financiación se concederá bajo una condicionalidad estricta, para asegurar que la corrección de los desequilibrios causante de la situación de inestabilidad se afronta con la suficiente determinación y para minimizar el riesgo moral. La ayuda se otorgará tras un análisis riguroso de la sostenibilidad de la deuda.

Las especificaciones más concretas del nuevo mecanismo son aún objeto de discusión, por lo que en estos momentos no es posible acometer un análisis en profundidad del mismo. Teniendo presente esta importante salvedad, sí es posible, sin embargo, señalar algunas características generales relevantes. Así, por ejemplo, una diferencia importante entre la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y los aspectos básicos acordados por el Consejo Europeo para el mecanismo permanente que entrará en vigor a partir de 2013 es que este último contempla, en casos extraordinarios poco probables, la participación de sector privado. De hecho,



la incertidumbre sobre cómo se concretaría la participación del sector privado en el mecanismo de resolución de las crisis financieras ha sido uno de los elementos que han contribuido a aumentar la inestabilidad de los mercados en los meses recientes. Está claro, por un lado, que la ausencia total de obligaciones puede plantear una situación de riesgo moral, ya que se distorsionan los incentivos de los inversores para discriminar entre los países emisores de deuda soberana y disminuyen los alicientes para que los países deudores apliquen políticas económicas rigurosas. Pero, al mismo tiempo, bajo el nuevo marco de gobernanza las crisis serán sucesos mucho más extraordinarios y, seguramente, dispares, de manera que una reglamentación estricta de las modalidades y circunstancias de eventuales reestructuraciones no solo resultaría una tarea enormemente compleja, sino que su mera enunciación podría resultar contraproducente. No es casual que el FMI haya practicado diversas formulas de participación del sector privado y al final se haya inclinado por fórmulas que atienden a las particularidades de cada caso y se ajustan a ellas.

Siguiendo estas prácticas, los principios básicos del nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad establecen que solo en el improbable caso de que un país sea considerado insolvente la concesión de la ayuda estará condicionada a que negocie un plan integral de reestructuración de la deuda con los acreedores privados, con vistas a restaurar la sostenibilidad de la deuda. Para facilitar esta eventualidad, las emisiones de deuda pública de los países de la zona del euro incorporarán, a partir de junio de 2013, las denominadas «cláusulas de acción colectiva» (en consonancia con las vigentes en el derecho del Reino Unido y de Estados Unidos). El establecimiento de estas cláusulas en los contratos de bonos facilitaría los acuerdos sobre las condiciones concretas de la reestructuración. Con esta formulación se clarifica que la reestructuración de la deuda solo será una condición para la concesión de apoyo financiero en el improbable caso de que un país no sea solvente.

## **Conclusiones**

Aunque la reforma de la gobernanza europea es todavía un proceso abierto y muchos de los detalles están pendientes aún de concreción, las propuestas del Grupo de Trabajo de Van Rompuy y de la Comisión Europea suponen un avance muy importante en ese proceso para reforzar la coordinación de las políticas económicas, fortaleciendo la disciplina fiscal y poniendo un mayor énfasis en el análisis de los desequilibrios macroeconómicos. Lo conseguido es tanto más notable si se tiene en cuenta que la reforma se planteó bajo la premisa de evitar alteraciones sustanciales del reparto de competencias entre la Unión, así como aquellas que requirieran una modificación del Tratado, un proceso que siempre resulta largo, costoso y de resultado incierto.

En particular, en el ámbito fiscal es significativo y positivo que el nuevo PEC conceda mayor relevancia al criterio de la deuda pública a la hora de valorar la posición fiscal de los distintos países, al tiempo que se fortalecen los instrumentos para lograr un mayor cumplimiento por parte de los Gobiernos, al propugnar un sistema de sanciones más amplio y transparente; dichas sanciones se impondrían en una fase más temprana del proceso y con un grado de automatismo que es mayor que en el pasado, aunque no deja de estar supeditado al procedimiento de mayorías cualificadas que rige las decisiones del Consejo de acuerdo con el Tratado. También es reseñable el diseño de un nuevo mecanismo para detectar, prevenir y corregir la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que pudieran poner en riesgo el proyecto común de la Unión Monetaria, vigilando así no solo la trayectoria de la deuda pública, sino también la de la deuda privada. A su vez, el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad supone un avance notable en cuanto a los instrumentos disponibles para la gestión y resolución de crisis.

Con todo, los avances logrados deben evaluarse frente a los enormes retos que plantea la situación actual de la UEM. Desde esta perspectiva, una de las instituciones particularmente

crítica ha sido el BCE, miembro del Grupo, que ha expresado su insatisfacción con algunos de los aspectos de la reforma, a la que considera poco ambiciosa [véase BCE (2010a)]. En concreto, el BCE considera que, si bien las propuestas presentadas representan un indudable fortalecimiento del marco existente respecto a la vigilancia fiscal y macroeconómica de la UE, no son lo suficientemente ambiciosas respecto al fortalecimiento del entramado institucional de la UEM, donde sería necesaria una unión económica más profunda, acorde con el grado de integración e interdependencia económica surgidas a raíz de la Unión Monetaria.

En el ámbito fiscal, el BCE considera que las sanciones deberían aplicarse de forma cuasi-automática, eliminando cualquier elemento de discrecionalidad y definiendo claramente los criterios o «circunstancias excepcionales» que pueden dar lugar a exclusiones. También propone establecer unos objetivos más ambiciosos de reducción de la ratio de deuda cuando esta se sitúa por encima del 60% del PIB y señala la falta de ambición de la directiva sobre los requisitos mínimos que deben cumplir los marcos fiscales nacionales. El BCE piensa también que la mejora de la gobernanza depende, en última instancia, de la calidad y de la independencia de los análisis económicos que se llevan a cabo. Por ello, pone especial énfasis en la disponibilidad de datos estadísticos, que no debería aplazarse hasta 2013, y en la independencia de la Comisión respecto al Consejo a la hora de emitir juicios sobre la supervisión macroeconómica y fiscal, recomendando el apoyo de un grupo de expertos independientes que proporcionen evaluaciones externas. Esta última crítica tiene un amplio respaldo en el mundo académico y por parte del FMI [véanse Baldwin y Gros (2010) y FMI (2010a)]<sup>9</sup>. Finalmente, el BCE considera que el nuevo marco de supervisión macroeconómica debería concentrarse prioritariamente en los países que presentan fuertes pérdidas de competitividad y elevados déficits por cuenta corriente. Además, recomienda que los países que presenten riesgos de desequilibrios se vean sujetos de manera casi automática a un examen más profundo, que exista un mecanismo de sanciones más claro y transparente y que las recomendaciones para llevar a cabo medidas correctivas sean siempre públicas.

En el ámbito académico han surgido también voces críticas, que tienden a enfatizar la complejidad que entraña la supervisión de carácter macroeconómico, en comparación con la fiscal. En primer lugar, porque las divergencias en una unión monetaria pueden tener naturaleza muy distinta y ser reflejo, en ocasiones no siempre fáciles de determinar, de fenómenos de transición hacia nuevos equilibrios, como los procesos de convergencia real o el ajuste ante perturbaciones transitorias. El análisis descriptivo basado en indicadores puede resultar insuficiente en la mayoría de las situaciones para concluir que una economía presenta «desequilibrios», siendo necesario disponer de una explicación más estructural, que permita conocer las razones que subyacen a las divergencias observadas.

Además, en comparación con lo que sucede en el caso fiscal, el concepto de desequilibrio externo o interno es más difícil de delimitar, lo que hace que el establecimiento de indicadores adecuados que los aproximen y la fijación de sus límites o valores de referencia sean mucho más complejos. Por ejemplo, los tipos de cambio real pueden ofrecer señales muy distintas según se midan con precios de exportación, precios de consumo, costes laborales unitarios o deflatores del PIB. Otros, como el déficit por cuenta corriente, pueden alertar con cierto retardo de la existencia de desequilibrios. En otros casos, como los precios de la vivienda, la información estadística en ocasiones no tiene la calidad suficiente. Por último, la

---

9. El FMI ve imprescindible que los países pierdan parte de su soberanía para conseguir una mayor cooperación e integración y sugiere que las reformas estructurales deberían llevarse a cabo simultáneamente a nivel europeo, creándose unas condiciones de igualdad para todos los trabajadores europeos.

capacidad de los Gobiernos para influir sobre determinados aspectos de la economía es limitada y los efectos de las medidas de política económica pueden tardar mucho tiempo en percibirse.

Adicionalmente, las incertidumbres surgidas durante el proceso de discusión y diseño de la reforma y sus efectos negativos sobre la estabilidad de los mercados financieros han puesto de manifiesto la importancia de la comunicación. La transparencia de los debates tiene que complementarse necesariamente con un esfuerzo de pedagogía que garantice que inversores y público en general dispongan no solo de toda la información relevante, sino también del marco y los instrumentos apropiados para interpretarla.

La concesión de una mayor capacidad de supervisión a las instituciones europeas —y, en particular, a la Comisión Europea— genera sin duda tensiones que son difíciles de abordar sin ir más allá en la unión política y económica. Pero ello, no debe constituir un obstáculo para la implementación de una reforma ambiciosa basada en el establecimiento de reglas ex ante y procedimientos tan automáticos como fuera posible, y acompañada de la creación de instituciones independientes que contribuyan a mejorar los procesos de coordinación y supervisión. Jean Monet, considerado uno de los padres de la UE, dijo: «Europa se construirá durante las crisis y será la suma de las soluciones que se den a esas crisis». Esta cita puede servir de llamada de atención para seguir avanzando en la corrección de las debilidades que ha mostrado el marco institucional europeo a lo largo de la crisis financiera, para que el proyecto de integración europeo salga fortalecido de la misma y permita hacer frente a otras crisis que, con mayor o menor intensidad, con total certeza surgirán en un futuro.

18.1.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- BALDWIN, R., D. GROS y L. LAEVEN (2010). *Completing the eurozone rescue: what more needs to be done?*, CEPR. BCE (2010a). *Reinforcing economic governance in the Euro Area*, septiembre.
- (2010b). *Lessons from the crisis*, discurso de Jean-Claude Trichet, 3 de diciembre, París.
  - (2010c). *The future of economic governance in Europe in a global perspective*, discurso de Victor Constâncio, 7 de diciembre, París.
- BUTI, M., S. EIJJFINGER y D. FRANCO (2005). *The Stability pact pains: a forward looking assessment of the reform debate*.
- CAMPA, J. M., y A. GAVILÁN (2006). *Current account in the Euro Area: an intertemporal approach*, Documentos de Trabajo, núm. 0638, Banco de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2008). «EMU@10 - successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union», *European Economy*, 2, junio, Bruselas.
- (2010a). «Surveillance of Intra Euro Area competitiveness and imbalances», *European Economy*, 1, Bruselas.
  - (2010b). *Reinforcing economic policy coordination*, COM (2010) 250 final, 12 de mayo.
  - (2010c). *Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance*, COM (2010) 367/2, 30 de junio.
  - (2010d). *Proposal for a Council Regulation amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure*, COM (2010) 522/523/524/526 final, 29 de septiembre, Bruselas.
  - (2010e). *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, COM (2010) 525/527 final, 29 de septiembre, Bruselas.
  - (2010f). *Strengthening Economic Governance in the EU*, Informe del Grupo de Trabajo para el Consejo Europeo, 21 de octubre, Bruselas.
- COEURÉ, B., y J. PISANI-FERRY (2005). «Fiscal Policy in EMU: towards a sustainability and growth pact», *Oxford Review of Economic Policy*, 21 (4).
- EICHENGREEN, B. (2003). *Institutions for Fiscal Stability*, mimeo, University of California, Berkeley.
- EVERAERT, L., y W. SCHULE (2006). *Structural reforms in the euro area: economic impact and role of synchronizations across markets and countries*, IMF working paper 06/137.
- FISCHER, J., L. JONUNG y M. LARCH (2006). *101 Proposals to reform the Stability and Growth Pact. Why so many? A Survey*, European Commission Economic papers 267.
- FMI (2010a). *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report n.º 10/222, julio.
- (2010b). *Towards a New Fiscal Framework for the Euro Area*, discurso de Dominique Strauss-Kahn, 14 de septiembre, Bruegel Institute.
  - (2010c). *Europe's Growth Challenges*, discurso de Dominique Strauss-Kahn, 19 de noviembre, Fráncfort.
- FRENKEL, J., y A. ROSE (1996). *The endogeneity of optimum currency areas*, CEPR discussion paper 1473.
- GIAVAZZI, F., y L. SPAVENTA (2010). *The European Commission's proposals: Empty and useless*, 14 de octubre, VoxEU.org.

- PISANI-FERRY, J. (2002). *Fiscal Discipline and Policy Coordination in the Eurozone: Assessment and Proposals*, Ministerie van Financiën, Budgetary Policy in E(M)U: Design and Challenge, La Haya.
- (2006). «Only one bed for two dreams: a critical retrospective on the debate over the economic governance of the Euro Area», *JCMS*, 44 (4), pp. 823-844.
- SAPIR, A., P. AGHION, G. BERTOLA, M. HELLWIG, J. PISANI-FERRY, D. ROSATI, J. VIÑALS y H. WALLACE (2003). *An agenda for growing Europe: making the EU economic system deliver*.
- UHLIG, H. (2002). *One money, but many fiscal policies in Europe: What are the consequences?*, CEPR Discussion paper n.º 2002-32, ISSN 0924-7815.
- VAN DER NOORD, P., B. DOHRING, S. LANGEDIJK, J. NOGUEIRA, L. PENCH, H. TEMPRANO-ARROYO y M. THIEL (2008). *The evolution of economic governance in EMU*, European Commission Economic Papers 328.
- WYPLOSZ, C. (2002). *Fiscal Policy: Institutions vs. Rules*, HEI Working Paper n.º 03/2002, The Graduate Institute of International Studies, Ginebra.

METAS DE INFLACIÓN, INTERVENCIONES Y VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO  
EN ECONOMÍAS EMERGENTES

## Metas de inflación, intervenciones y volatilidad del tipo de cambio en economías emergentes

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Berganza y Carmen Broto, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

Durante los últimos años, el uso de metas u objetivos formales de inflación (en adelante, MI) como esquema de política monetaria —también conocidas por *inflation targeting*, por su denominación en inglés— se ha extendido a un número creciente de países, desde que Nueva Zelanda lo introdujera en 1990. Así, dieciocho economías emergentes, empezando por Israel en 1997, han cambiado sus esquemas de política monetaria y han adoptado este régimen a medida que avanzaban en sus procesos de estabilización monetaria y cumplían, en general, una serie de condiciones previas [por ejemplo, véase FMI (2005)]<sup>2</sup>. En el cuadro 1 se indica la fecha de adopción del objetivo formal, así como la inflación objetivo (y/o rango) actual del conjunto de economías emergentes. La fecha de adopción de la MI formal o explícita puede coincidir o no con la fecha del anuncio de la MI. En algunos casos, entre ambas fechas medió un período transitorio en el que las MI podían coincidir con objetivos de política alternativos<sup>3</sup>. Además, muchos de estos países siguieron procesos de desinflación antes de alcanzar metas estables.

La implementación de los esquemas de metas de inflación supone en la mayoría de los casos sustituir el ancla nominal externa, proporcionada por el tipo de cambio, por un ancla nominal interna, basada en la credibilidad e independencia de las políticas monetarias. Hay una amplia literatura reciente —resumida en Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007)— que tiende a admitir que las MI han propiciado efectivamente una ganancia de credibilidad y que esta ha favorecido el anclaje de las expectativas de inflación, así como su reducción. Algunos estudios, como Gonçalves y Salles (2008), argumentan que este efecto es mayor en emergentes, dado que la credibilidad inicial de los bancos centrales de estas economías es menor que la de los desarrollados. No obstante, también existen análisis discrepantes sobre el papel de las MI, como Ball and Sheridan (2005) para los países desarrollados o Brito y Bystedt (2010) para los países emergentes.

En principio, un elemento central en la adopción del esquema de metas de inflación es la libre flotación del tipo de cambio nominal, o, al menos desde el punto de vista teórico, esta ha sido identificada como una de las condiciones para el buen funcionamiento de este tipo de regímenes [véase Mishkin y Savastano (2001)]. La justificación es que en un contexto de movilidad de flujos de capitales, una política monetaria independiente no se puede combinar con un tipo de cambio fijo o vinculado a otra moneda mediante intervenciones cambiarias (lo que se conoce tradicionalmente en la literatura como «trinidad imposible»)<sup>4</sup>. En este contexto, algunos autores argumentan que uno de los costes de la

---

1. Este artículo está basado en *Flexible inflation targets and exchange rate volatility in emerging countries*, documento de trabajo del Banco de España de próxima publicación, de los mismos autores. Para más detalles sobre los datos utilizados y las características metodológicas, véase el documento de referencia. 2. Entre estas condiciones previas, se requiere el anuncio público del MI, así como el compromiso del banco central de orientar la política monetaria hacia la consecución de este objetivo [FMI (2005)]. No obstante, este régimen de política monetaria es muy flexible, ya que presenta una diversidad de modalidades que dependen, por ejemplo, de: i) qué índice de inflación se utiliza (p. e., general o subyacente); ii) si el objetivo para la inflación es continuo a lo largo del tiempo o para un momento determinado; iii) si el objetivo es puntual o para un intervalo; iv) el horizonte de evaluación de cumplimiento del objetivo, etc. 3. Por ejemplo, en el caso de México la meta de inflación se combinó durante este período intermedio con un objetivo de agregado monetario, y en el caso de Chile, con una banda para el tipo de cambio. 4. Una de las contribuciones más relevantes del trabajo de Mundell durante los años sesenta fue precisamente el planteamiento de este «trilema» como una extensión para una economía abierta del modelo IS-LM nekeynesiano.

	FECHA DE ADOPCIÓN DEL OBJETIVO	INFLACIÓN OBJETIVO (%)	RANGO (%)
Israel	Jun 1997	Ninguno	1-3
República Checa	Ene 1998	3,0	± 1,0
Corea del Sur	Abr 1998	Ninguno	3,5-4,0
Polonia	Ene 1999	2,5	± 1,0
Brasil	Jun 1999	4,5	± 2,0
Chile	Sep 1999	3,0	± 1,0
Colombia	Sep 1999	Ninguno	2-4
Sudáfrica	Feb 2000	Ninguno	3-6
Tailandia	May 2000	Ninguno	0-3,5
México	Ene 2001	3,0	± 1,0
Hungría	Jul 2001	3,0	± 1,0
Perú	Ene 2002	2,0	± 1,0
Filipinas	Ene 2002	Ninguno	4-5
Eslovaquia	Ene 2005	Ninguno	<2,0
Indonesia	Jul 2005	5,0	± 1,0
Rumanía	Ago 2005	3,8	± 1,0
Turquía	Ene 2006	7,5	± 2,0
Ghana	May 2007	Ninguno	6-8

FUENTES: Fondo Monetario Internacional (2005), Little y Romano (2009) y estadísticas nacionales.

a. Eslovaquia pasó a no tener MI en enero de 2009 tras la adopción del euro.

adopción de metas de inflación es precisamente una mayor volatilidad de los tipos de cambio —fruto de esta libre flotación—, lo que puede tener efectos negativos particularmente relevantes para las economías emergentes dadas sus mayores vulnerabilidades reales y financieras. Por ejemplo, una mayor volatilidad del tipo de cambio puede desincentivar el comercio exterior, afectando a la apertura comercial. Además, un tipo de cambio inestable, en un contexto de depreciación, puede implicar una mayor volatilidad de la inflación como resultado de la transmisión (del inglés *pass-through*) de los movimientos del tipo de cambio hacia los precios domésticos, que es mayor en las economías emergentes que en las desarrolladas. Asimismo, una elevada volatilidad cambiaria, sobre todo si hay una percepción de debilidad en el largo plazo de la moneda, puede generar descalces de moneda en los balances del sector público y del sector privado (*currency mismatches*). De ahí que en las economías emergentes se suele observar el denominado «miedo a flotar» en momentos de turbulencias financieras [Calvo y Reinhart (2002)], además del conocido como «miedo a apreciarse» en períodos de bonanza económica o de diferenciales positivos de tipos de interés, como el actual, por temor a la pérdida de competitividad [Levy-Yeyati y Sturzenegger (2007)].

De este modo, a pesar de las reservas teóricas al respecto, la mayoría de economías emergentes con MI llevan a cabo una gestión más activa del tipo de cambio que las economías desarrolladas con esquemas de política monetaria similares, para mitigar la volatilidad de sus tipos de cambio y controlar su nivel. Esta actitud se traduce en más intervenciones en los mercados cambiarios y una mayor respuesta ante movimientos del tipo de cambio real, y por tanto un tipo de cambio menos flexible *de facto* que en las economías desarrolladas que dejan flotar libremente sus monedas [Aizenmann et ál. (2008)].

Esta forma adaptativa de aplicar el esquema de metas de inflación se ha denominado *metas de inflación flexibles* y ha generado un intenso debate sobre la validez y viabilidad de este tipo de esquemas, frente a las metas de inflación puras o estrictas, donde el tipo de cambio no

entra en la función de reacción de los bancos centrales<sup>5</sup>. Por lo tanto, en la práctica las economías emergentes se enfrentan implícitamente a dos opciones. Por un lado, los bancos centrales pueden aplicar los requerimientos teóricos de una MI y no llevar a cabo intervenciones en los mercados cambiarios, con los costes implícitos consiguientes de una moneda volátil. Por otro lado, pueden utilizar las intervenciones para moderar la volatilidad del tipo de cambio, pese a que pueda crear cierta confusión sobre la firmeza del compromiso de los bancos centrales hacia el objetivo formal de inflación, y puede complicar también la implementación de la política monetaria. Como ya se ha señalado, la mayoría de países emergentes se decanta por la segunda opción, lo que supone, más allá de consideraciones teóricas, que pueden enfrentarse a dilemas de política monetaria de difícil solución. Sin ir más lejos, en la coyuntura expansiva actual de muchas economías emergentes, donde las presiones apreciadoras sobre sus tipos de cambio conviven con riesgos inflacionistas notables, el objetivo formal de inflación puede entrar en conflicto con el de la estabilidad cambiaria.

Este artículo pretende profundizar en la relación entre los esquemas monetarios de metas de inflación y la volatilidad del tipo de cambio, tomando en consideración las intervenciones en los mercados de divisas. El análisis se lleva a cabo mediante un estudio econométrico para una muestra de países emergentes con MI y sin MI. Aunque, como se mencionó anteriormente, existen numerosos trabajos sobre el funcionamiento y efectividad de las MI en la reducción de la inflación observada en las economías emergentes, la literatura sobre la relación entre la volatilidad del tipo de cambio, la adopción de MI y las intervenciones en los mercados cambiarios es menos extensa y la evidencia no es concluyente. Por ejemplo, De Gregorio et ál. (2005) y Edwards (2007) concluyen que la volatilidad del tipo de cambio es mayor una vez adoptado el régimen de MI, precisamente por la mayor flexibilidad del régimen cambiario asociada a este esquema. Por el contrario, Rose (2007) proporciona evidencia contraria, si bien la fundamenta en las ganancias de credibilidad de las MI y no en una posible flexibilización del esquema de MI mediante las intervenciones cambiarias. Finalmente, respecto a la relación entre la volatilidad del tipo de cambio y la instrumentación de intervenciones en los mercados cambiarios bajo MI, en economías emergentes, la evidencia empírica disponible hasta la fecha se apoya en estudios para casos particulares de países, como los de Domaç y Mendoza (2004) para México y Turquía, y Minella et ál. (2003) para Brasil.

En el artículo se presta especial atención al episodio de crisis financiera reciente, en el que las intervenciones en los mercados cambiarios fueron muy intensas, y se analiza si el efecto de dichas intervenciones sobre la volatilidad del tipo de cambio fue distinto en los países con MI. Hasta el momento, apenas hay trabajos que analicen estos aspectos relacionados con el desempeño de las MI en este período, pese a que la propia crisis constituye un experimento natural muy interesante para examinar estas cuestiones. En la fase más aguda de la crisis, a partir de septiembre de 2008, numerosas economías emergentes vendieron reservas internacionales para suavizar la volatilidad de sus tipos de cambio, en un contexto de fuerte tendencia a la depreciación, para después recuperarlas a medida que las presiones cambiarias cambiaron de signo. El marco econométrico adoptado permite evaluar si las intervenciones en ese período fueron más efectivas en los países con metas de inflación, lo cual puede ser muy útil para extraer algunas lecciones de política económica sobre la alternativa entre «MI flexibles» y «MI puras», en un momento de intenso debate, a escala global, sobre el papel y objetivos de la política monetaria.

---

5. En la literatura relacionada con MI, se contraponen el concepto de objetivo de inflación «estricto» (aquel que solo tiene como objeto la inflación) con el objetivo de inflación «flexible», en el que el banco central se preocupa no solo de la inflación, sino también de la brecha de producción o del nivel o la volatilidad del tipo de cambio. En este artículo, el concepto de objetivo de inflación «flexible» será aplicado a los casos en que la función objetivo del banco central se amplía únicamente con el tipo de cambio, que es el caso más relevante para las economías emergentes.



El artículo se divide en tres partes. En primer lugar se ofrece evidencia empírica preliminar a partir del análisis gráfico de las volatilidades del tipo de cambio y de las intervenciones cambiarias para una muestra de ocho países emergentes seleccionados por su relevancia. Seguidamente, se presenta un estudio más amplio y formal para un grupo de 37 países emergentes con MI y sin MI, que se analiza mediante un modelo empírico de datos de panel. Finalmente, tras presentar los resultados más relevantes, se resumen las principales conclusiones.

### ***Evidencia empírica preliminar***

Como punto de partida, conviene comenzar con un análisis gráfico de la evolución reciente de la volatilidad del tipo de cambio, así como su relación con las MI y con la implementación de intervenciones cambiarias. Para ello, se toman los tipos de cambio nominales bilaterales de la moneda local frente al dólar para cinco economías emergentes con MI (Brasil, Corea del Sur, México, Polonia y Sudáfrica) y tres economías emergentes que no han adoptado ese esquema (Argentina, China e India). La elección de estos países se ha basado en su relevancia económica y en su representatividad geográfica y de regímenes cambiarios. Se usa el tipo de cambio bilateral con el dólar al ser el dólar la moneda de referencia en todas estas economías, salvo en Polonia.

El período de análisis comprende desde enero de 1995 a junio de 2010, para evitar el problema potencial de la presencia de hiperinflación en muchos países de América Latina hasta mediados de los años noventa. El análisis se centra en las variaciones porcentuales diarias durante ese período; como su media es constante y muy reducida, se pueden distinguir fácilmente los períodos de alta y baja volatilidad.

Sobre esa base, se evalúa si la evolución de la volatilidad del tipo de cambio está relacionada con la adopción del esquema MI en los cinco países que lo adoptaron. La columna izquierda de los gráficos 1 y 2 recoge las variaciones diarias del tipo de cambio para los ocho países con MI y sin MI, respectivamente, junto con la fecha de adopción del objetivo formal para aquellos países con MI representados en el gráfico 1. También se investigan los posibles cambios estructurales que pudieran haberse producido en la volatilidad de las variaciones diarias mediante una técnica estadística que identifica cambios estructurales<sup>6</sup>. Estos cambios se representan en el gráfico 1 mediante las bandas de fluctuación de los diferentes regímenes de volatilidad obtenidos.

Son tres las principales conclusiones que podemos obtener a partir de los gráficos. En primer lugar, la relación entre la adopción de metas de inflación y la volatilidad del tipo de cambio no es evidente, pues solamente en los casos de Brasil y Polonia se identifica un régimen de mayor volatilidad coincidiendo aproximadamente con la adopción de la MI. Cabe subrayar que este análisis gráfico únicamente implica una ocurrencia simultánea, o casi, entre la adopción de la MI y el incremento de la volatilidad, pero no causalidad. Por ejemplo, en el caso de Brasil, es difícil relacionar las metas de inflación con la mayor volatilidad, pues fueron adoptadas poco después del abandono de un régimen cambiario fijo tras la crisis del real en 1999, como se aprecia en el gráfico. En segundo lugar, los gráficos ilustran el fuerte impacto de la última crisis para la volatilidad del tipo de cambio en países con MI, ya que el aumento de esta fue comparable, o incluso mayor que en crisis anteriores. México es la única excepción, ya que su volatilidad fue mucho mayor durante la crisis del tequila de 1995. Por último, la comparación de ambos gráficos ilustra que el aumento de la volatilidad del tipo de cambio durante la reciente crisis financiera fue

---

6. Se identifican estos cambios de régimen de la volatilidad del tipo de cambio mediante un algoritmo basado en la suma acumulada iterada de cuadrados introducido originariamente por Inclán y Tiao (1994). En los gráficos 1 y 2 se representan las bandas obtenidas a partir de las tres desviaciones típicas de los cambios estructurales identificados con dicho algoritmo.

	ARGENTINA		BRASIL		CHINA		INDIA	
	Precrisis	Postcrisis	Precrisis	Postcrisis	Precrisis	Postcrisis	Precrisis	Postcrisis
Media	0,00	0,02	0,00	-0,02	0,00	0,00	0,00	-0,01
Desviación típica	0,97	0,26	0,92	1,49	0,06	0,07	0,28	0,67

	COREA DEL SUR		MÉXICO		POLONIA		SUDÁFRICA	
	Precrisis	Postcrisis	Precrisis	Postcrisis	Precrisis	Postcrisis	Precrisis	Postcrisis
Media	0,00	0,01	0,00	0,02	-0,01	0,07	0,00	-0,03
Desviación típica	0,89	1,51	0,84	1,14	0,66	2,20	0,90	1,46

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a. Variación diaria porcentual del tipo de cambio nominal bilateral frente al dólar. El período analizado comprende desde enero de 1995 a junio de 2010.

generalizado, independientemente de la adopción de MI o no. De hecho, se identifica un régimen de mayor volatilidad cambiaria en cuatro de los ocho países, tres con MI y uno sin ellas<sup>7</sup>.

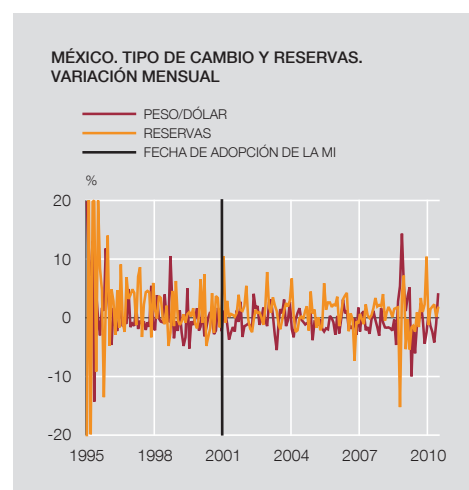
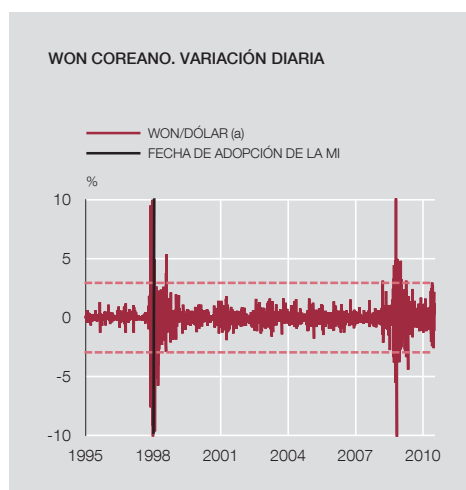
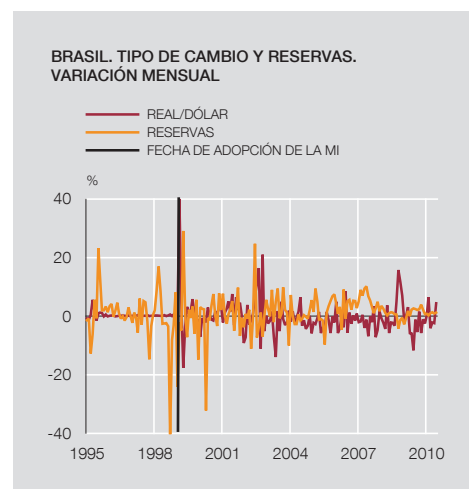
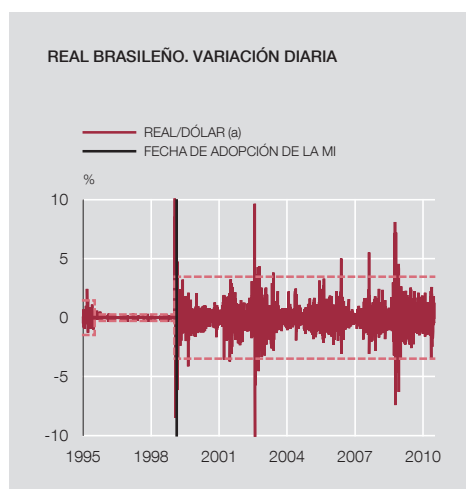
El cuadro 2 muestra la media y la desviación típica de las variaciones diarias antes y después de la crisis, fechada en septiembre de 2008. En todos los países con metas de inflación la volatilidad después de la crisis es claramente superior a la del período anterior. Respecto a los países sin MI, la mayor volatilidad solo se observa claramente en India, mientras que en Argentina, debido a los efectos de la crisis de 2001, y en China, por su política de mayor flexibilización del tipo de cambio del renminbi desde mediados de 2005 hasta julio de 2008, se obtiene el resultado contrario. Esta evidencia apunta a que tras la crisis los países con MI parecen experimentar mayor volatilidad cambiaria que los países sin metas de inflación, aunque no es concluyente.

Una posible explicación de este resultado preliminar es la relación entre esquema de política monetaria e intervenciones. La columna derecha de los gráficos muestra una primera evidencia sobre la relación entre la volatilidad del tipo de cambio y las intervenciones cambiarias, tanto en los países con MI (véase gráfico 1) como sin MI (véase gráfico 2). En ambos se representan las variaciones mensuales para esos ocho países, junto con la variación del volumen de reservas, que se considera una aproximación de las intervenciones cambiarias (un valor positivo indica una compra neta de moneda extranjera)<sup>8</sup>. El gráfico ilustra que los períodos de elevada volatilidad del tipo de cambio suelen ir acompañados de fuertes intervenciones en los mercados cambiarios, independientemente de la adopción o no de MI, lo que subraya la idea, ya apuntada anteriormente, de que estas descripciones reflejan correlaciones, no causalidad. No obstante, China es una excepción a esta evidencia, dado que su práctica fijación con el dólar en una gran parte del período analizado llevaba asociada una creciente acumulación de reservas.

**Análisis econométrico con datos de panel y resultados**

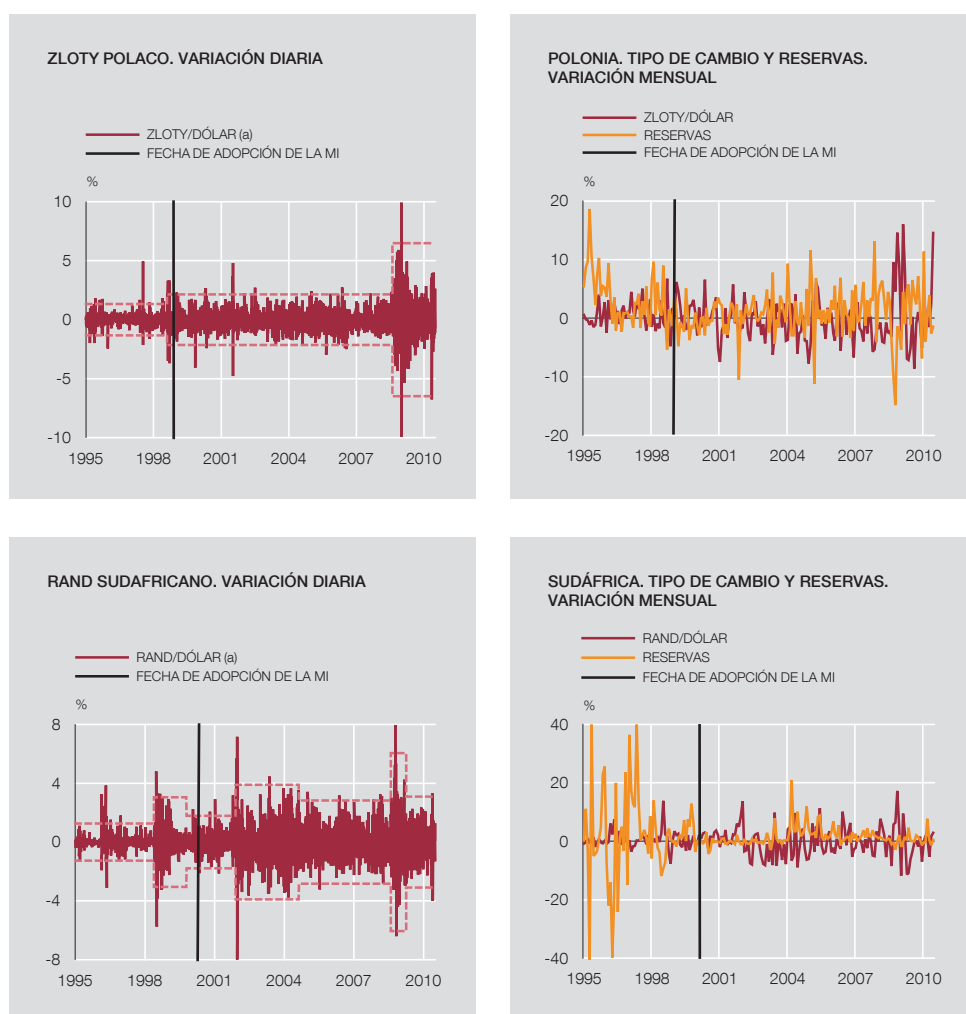
Esta evidencia apunta algunos resultados sobre la relación entre la volatilidad del tipo de cambio, la adopción de MI y las intervenciones cambiarias para esta pequeña muestra de países. Para evaluar de un modo formal estos resultados preliminares, estas cuestiones se analizan mediante la estimación de un modelo de panel para una muestra amplia de países emergen-

7. En Argentina, Brasil y Corea del Sur no se consigue identificar un régimen de mayor volatilidad tras el desencadenamiento de la crisis financiera por los notables aumentos de volatilidad acaecidos en crisis financieras anteriores. 8. La variación de las reservas supone una aproximación, porque un determinado país puede acumular o desacumular reservas por motivos diferentes a las intervenciones cambiarias.



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a. También se representan posibles cambios de régimen de la volatilidad del tipo de cambio diario. Las bandas se obtienen a partir de las tres desviaciones típicas de los cambios estructurales identificados mediante un algoritmo basado en la suma acumulada iterada de cuadrados y propuesto originariamente por Inclán y Tiao (1994).



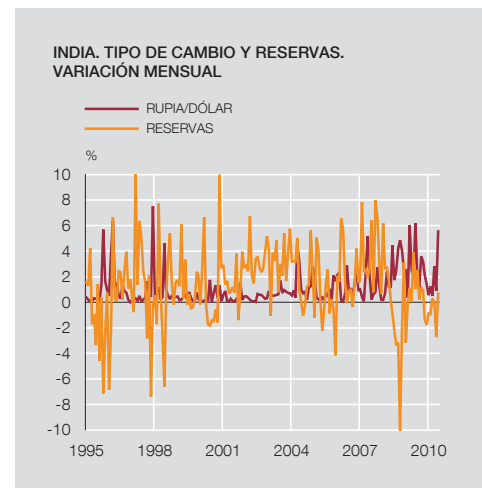
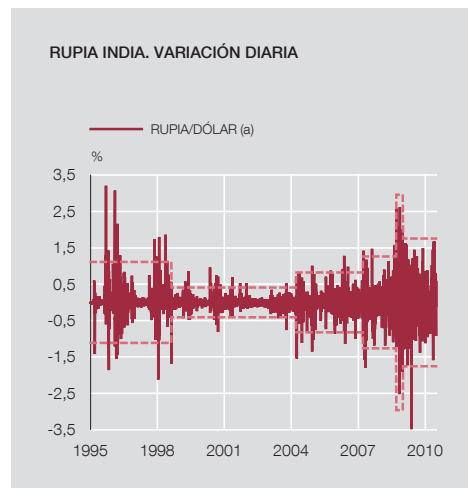
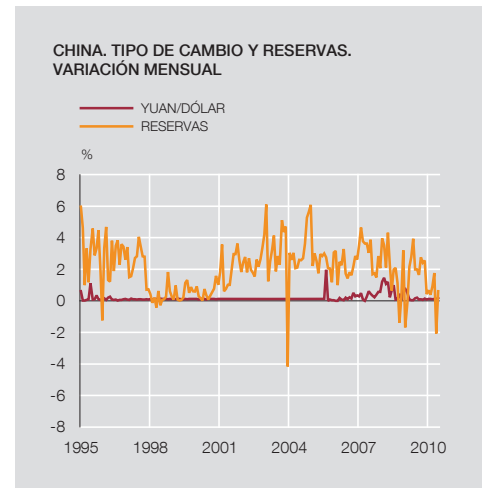
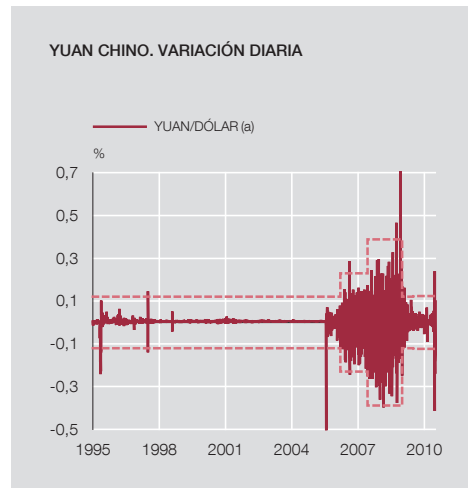
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a. También se representan posibles cambios de régimen de la volatilidad del tipo de cambio diario. Las bandas se obtienen a partir de las tres desviaciones típicas de los cambios estructurales identificados mediante un algoritmo basado en la suma acumulada iterada de cuadrados y propuesto originariamente por Inclán y Tiao (1994).

tes. Adicionalmente, se estudia si se han producido cambios en estas relaciones tras el desencadenamiento de la crisis financiera y si se pueden identificar diferencias significativas entre las distintas regiones emergentes, América Latina, Asia y Europa del Este.

La muestra comprende las 18 economías emergentes que han adoptado un esquema de MI y 19 países que no han adoptado dicho esquema, que sirven como grupo de control o referencia (véase la lista completa de países en el cuadro 3). En este caso, los datos son trimestrales y abarcan desde el primer trimestre de 1995 hasta el primer trimestre de 2010. Además de estudiar la relación entre la volatilidad del tipo de cambio, las metas de inflación y las intervenciones, para la muestra total, se analizan también los períodos anterior y posterior a la crisis, que a efectos de este ejercicio se fecha en el tercer trimestre de 2008.

La variable dependiente en las regresiones es la volatilidad del tipo de cambio aproximada mediante la desviación típica trimestral de las variaciones diarias del tipo de cambio bilateral nominal de la moneda local frente al dólar. El cuadro 4 ofrece un análisis descriptivo de esta



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a. También se representan posibles cambios de régimen de la volatilidad del tipo de cambio diario. Las bandas se obtienen a partir de las tres desviaciones típicas de los cambios estructurales identificados mediante un algoritmo basado en la suma acumulada iterada de cuadrados y propuesto originariamente por Inclán y Tiao (1994).

PAÍSES CON MI		PAÍSES SIN MI	
Brasil	Perú	Albania	India
Colombia	Filipinas	Argelia	Jamaica
República Checa	Rumanía	Argentina	Malasia
Chile	Rumanía	Camboya	Marruecos
Ghana	Eslovaquia	China	Federación Rusa
Hungría	Sudáfrica	Costa Rica	Singapur
Indonesia	Corea del Sur	Croacia	Ucrania
Israel	Tailandia	República Dominicana	Uruguay
México	Turquía	Egipto	Vietnam
		Guatemala	

FUENTES: Fondo Monetario Internacional (2005), Little y Romano (2009) y Banco de España.

## VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS (a)

CUADRO 4

	MEDIA		COEFICIENTE DE VARIACIÓN		MÁXIMO		MÍNIMO	
	Con MI	Sin MI	Con MI	Sin MI	Con MI	Sin MI	Con MI	Sin MI
Muestra completa	0,65	0,54	0,67	1,63	4,51	18,72	0,04	0,00
Pre crisis	0,57	0,54	0,56	1,69	2,82	18,72	0,04	0,00
Post crisis	0,97	0,59	0,67	0,87	4,51	4,25	0,14	0,00

FUENTE: Banco de España.

a. La volatilidad del tipo de cambio se aproxima mediante la desviación típica trimestral de las variaciones diarias del tipo de cambio bilateral de la moneda frente al dólar.

medida. Tal y como se podía deducir del anterior análisis gráfico de las ocho economías, la volatilidad media del tipo de cambio es mayor en los países con objetivos formales de inflación en todos los períodos, especialmente tras el desencadenamiento de la reciente crisis financiera. No obstante, tal y como ilustra ese mismo cuadro 4, en los países sin metas de inflación los coeficientes de variación de la volatilidad cambiaria —esto es, la ratio entre la desviación típica y el valor medio de la volatilidad, que indicaría su dispersión— son mayores, especialmente en el período previo a la crisis. Es decir, en este grupo de países se producirían mayores valores extremos de su volatilidad que en los países sin MI, como también apuntan los mayores máximos de su volatilidad cambiaria. Esto puede ser consecuencia de una mayor recurrencia de períodos de estrés cambiario en este grupo de países con anterioridad a la crisis.

En el modelo, la volatilidad del tipo de cambio se puede explicar mediante un conjunto de variables explicativas, de las que cuatro centran el análisis<sup>9</sup>.

9. Este es un modelo de datos de panel dinámico autorregresivo que estimamos mediante mínimos cuadrados ordinarios con variables ficticias temporales. Este tipo de modelos se suele estimar mediante el método generalizado de momentos cuando hay problemas ocasionados por la endogeneidad de alguna de las variables explicativas. Sin embargo, para que sus estimadores tengan propiedades deseables se asume generalmente que el tamaño de la dimensión temporal (T) es pequeño mientras que el número de observaciones transversales (N) es mucho mayor. No obstante, en nuestro panel  $N < T$ , lo que afectaría a las propiedades de los estimadores. Adicionalmente, mediante diversos contrastes comprobamos que no se puede rechazar la hipótesis nula de exogeneidad de las variables explicativas.

En primer lugar, la adopción de metas de inflación por parte del país, que representamos mediante una variable ficticia (conocida como *dummy*), que vale 1 o 0 dependiendo de si el país ha adoptado o no este esquema de política monetaria, respectivamente. Esta variable, en caso de ser significativa, indicará precisamente si el hecho de haber adoptado o no MI está asociado con una mayor (signo positivo) o menor (signo negativo) volatilidad del tipo de cambio. En segundo lugar, la ratio del volumen de reservas internacionales sobre PIB, que, de ser significativa y negativa en el análisis, indicaría que un mayor volumen acumulado de reservas estaría asociado con una menor volatilidad del tipo de cambio, lo que apoyaría la efectividad de la acumulación de reservas para mitigar las oscilaciones cambiarias<sup>10</sup>. En tercer lugar, se considera la variación de dichas reservas, que, como se mencionó, sirven para aproximar el tamaño de las intervenciones cambiarias con frecuencia trimestral. Por último, dado que en la muestra se producen intervenciones en los mercados de divisas en ambas direcciones —compras (incrementos) de las reservas internacionales, destinadas a mitigar la apreciación efectiva, y ventas (reducciones) si se pretende limitar la depreciación—, es conveniente analizar si existen efectos asimétricos sobre la volatilidad asociados al signo de la intervención. El modo de hacerlo es a través de otra variable *dummy*, que toma valor 1 en el caso de reducciones de las reservas internacionales. La combinación o interacción de las variables ficticias mencionadas con el nivel o variación de las reservas permite obtener resultados adicionales que revisten notable interés. Así, por ejemplo, se puede estudiar si los países con MI que realizan intervenciones cambiarias consiguen un impacto diferente en la volatilidad del tipo de cambio al de las economías sin MI o si ese efecto es diferente según se trate de una compra o una venta de divisas.

El modelo a estimar se completa con una serie de variables adicionales para cada país, como el grado de apertura comercial, la población, el PIB per cápita del país o la cuenta corriente (como porcentaje del PIB). Además, como variable de carácter general que puede impactar positivamente sobre la volatilidad cambiaria de cada país consideramos la volatilidad implícita del índice bursátil S&P (VIX), que se utiliza habitualmente para aproximar la aversión global al riesgo en los mercados financieros mundiales. Finalmente, entre las variables explicativas se incluye la volatilidad del tipo de cambio en el período anterior para captar la persistencia de esta variable.

El análisis permite abordar las cuestiones relativas a la volatilidad del tipo de cambio, en un contexto de MI, al contrastar la relación de la volatilidad cambiaria con: 1) el esquema de política monetaria adoptado; 2) el volumen de reservas acumulado; 3) las intervenciones cambiarias sobre la volatilidad del tipo de cambio, y 4) si esos efectos son distintos cuando los países siguen metas de inflación y/o hacen intervenciones de uno u otro signo. Finalmente, se contrasta si existe alguna diferencia que destacar de estos resultados por región (América Latina, Asia y Europa del Este).

Por simplificación, no presentamos los resultados numéricos de las estimaciones y únicamente mostramos, a modo de resumen, el cuadro 5, que contiene los signos de las principales relaciones encontradas entre la volatilidad del tipo de cambio y las principales variables explicativas del análisis en caso de que sean significativos desde un punto de vista estadístico<sup>11</sup>. En este cuadro se considera el período de análisis completo, así como la muestra anterior y posterior al desencadenamiento de la crisis financiera. Como se ha comentado, algunas de estas

---

10. Consideramos el volumen de reservas sobre el PIB con el fin de estandarizar su tamaño. Así, las economías emergentes más pequeñas no están infravaloradas y las grandes no tienen por qué liderar la evolución del volumen de reservas de este grupo de países. 11. Para los resultados detallados, véase el documento de trabajo de referencia.

	MUESTRA TOTAL	PRECRISIS	POSTCRISIS
Volatilidad del tipo de cambio (t-1)	+	+	+
MI	+	+	+
Reservas	-	-	-
MI x Reservas	-	-	-
Variación de reservas			
Variación de reservas x MI			-
Variación de reservas x <i>Dummy</i> (venta de reservas internacionales)			
Variación de reservas x <i>Dummy</i> (venta de reservas internacionales) x MI	+	+	+

FUENTE: Banco de España.

a. Únicamente se indica el signo de la variable en caso de ser significativa. Como mínimo, las variables son significativas al 5%.

variables se consideran conjuntamente con las *dummies* en forma de interacción, reflejándose en forma multiplicativa en el cuadro. A continuación se describen los principales resultados.

En primer lugar, respecto a 1), se confirma que los esquemas de objetivos formales de inflación están asociados con una mayor volatilidad del tipo de cambio. Además, este vínculo es incluso mayor y más significativo para el período postcrisis<sup>12</sup>. Esta correlación positiva podría venir explicada por la mayor flexibilidad cambiaria asociada, teóricamente, al régimen cambiario propio de una MI, tal y como ya había argumentado Edwards (2007).

La relación entre el volumen de reservas internacionales y la volatilidad del tipo de cambio [2] es negativa y altamente significativa. Es decir, unos elevados volúmenes de reservas acumuladas (como porcentaje del PIB) están vinculados con tipos de cambio más estables que si estos fueran reducidos. Esta asociación negativa es incluso mayor en los países con MI —como se deriva de la interacción entre ambas variables—, lo que se puede interpretar como que, dada su mayor flexibilidad cambiaria, el hecho de disponer de un importante volumen de reservas se relaciona con una capacidad de propiciar mayor estabilidad cambiaria que un país sin MI. Además, en el período postcrisis el estimador pasa a ser no significativo precisamente para los países sin MI.

La relación entre la volatilidad del tipo de cambio y las intervenciones cambiarias [3] no resulta significativa en las regresiones donde se consideran todas las intervenciones cambiarias independientemente de su mecanismo de política monetaria o el signo de las intervenciones y tampoco cuando se estudian solo las ventas de reservas<sup>13</sup>. Sin embargo, cuando las intervenciones se consideran con su esquema de política monetaria y/o el signo de su intervención surgen resultados más llamativos relacionados con 4): en primer lugar, como se observa en la sexta fila del cuadro 5 (Variación de reservas x MI), únicamente en aquellas economías emergentes que siguen metas de inflación se ha registrado una reducción significativa de la volatilidad del tipo de cambio asociada a las intervenciones cambiarias en el período posterior al desencadenamiento de la crisis financiera. Además, a lo largo de toda la muestra, cuando los países con metas de inflación han intervenido para mitigar la depreciación de la moneda, han reducido su volatilidad, tal como se recoge en la última fila del cuadro 5. Sin embargo, al dividir los datos en submuestras atendiendo a la localización

12. Este efecto más significativo proviene de la submuestra de América Latina, ya que en las restantes regiones el efecto no es significativo en el período postcrisis. 13. Estos resultados corresponden, respectivamente, a la quinta y séptima fila del cuadro 5.



geográfica de los países, se observa que la única región donde se muestra este resultado es América Latina. Esta es una de las singularidades regionales a destacar como resultado del análisis. La otra es que, para los países de Europa del Este, la volatilidad del tipo de cambio no es menor cuanto más elevadas son las reservas internacionales del país, contraviniendo uno de los resultados más robustos del análisis econométrico para la muestra completa de países.

## Conclusiones

Este artículo ha analizado la relación de la volatilidad de los tipos de cambio con la adopción de metas de inflación como esquema de política monetaria y las intervenciones cambiarias en un conjunto de países emergentes, tanto en períodos de normalidad como en períodos de crisis financiera. Los resultados obtenidos confirman, como apunta la teoría y respalda la mayor parte de la evidencia empírica, que el tipo de cambio nominal registra mayor volatilidad en los países con MI que en los que no cuentan con este esquema.

Obsérvese que esta conclusión se obtiene pese a la evidencia de que los regímenes de objetivos formales de inflación tienden a instrumentar intervenciones recurrentes en los mercados cambiarios, en una *aplicación flexible* del esquema de MI. Ahora bien, lo que sí que se observa en el análisis y que, a su vez, constituye un resultado relevante desde el punto de vista de política económica es que para algunos países con metas de inflación, concretamente los de América Latina, la intervención cambiaria en períodos de estrés financiero, como la crisis reciente, ha sido más efectiva a la hora de mitigar la volatilidad del tipo de cambio que bajo otros esquemas de política monetaria.

Estos resultados, en definitiva, contribuyen a respaldar la opción de los esquemas de metas de inflación flexible en la región, pues no solo han sido sostenibles —en contra de las predicciones de algunos expertos—, sino que han sido incluso más efectivos que los países sin objetivos formales de inflación a la hora de mitigar la volatilidad en períodos extremos. Queda por constatar que estos episodios de fuertes intervenciones en los mercados cambiarios no hayan menoscabado la credibilidad de sus bancos centrales, si bien cabe subrayar que no se ha observado un desanclaje de las expectativas de inflación de más largo plazo en estos países.

21.1.2011.

## REFERENCIAS

- AIZENMAN, J., M. HUTCHISON e I. NOY (2008). *Inflation targeting and real exchange rates in emerging markets*, NBER Working Paper, n.º 14561.
- BALL, L., y N. SHERIDAN (2005). «Does inflation targeting Matter», en B. S. Bernanke y M. Woodford (eds.), *The Inflation Targeting Debate*, University of Chicago Press.
- BERGANZA, J. C., y C. BROTO (2011). *Flexible inflation targets and exchange rate volatility in emerging countries*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- BRITO, R., y B. BYSTEDT (2010). «Inflation targeting in emerging economies: panel evidence», *Journal of Development Economics*, 91, pp. 198-210.
- CALVO, G., y C. REINHART (2002). «Fear of floating», *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), pp. 379-408.
- DOMAÇ, I., y A. MENDOZA (2004). *Is there room for foreign exchange interventions under an inflation targeting framework? Evidence from Mexico and Turkey*, World Bank Policy Research Working Paper n.º 3288.
- EDWARDS, S. (2007). «The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited», en F. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy under Inflation Targeting*, Banco Central de Chile, Santiago.
- GONÇALVES, C., y J. SALLES (2008). «Inflation targeting in emerging economies: What do the data say?», *Journal of Development Economics*, 85, pp. 312-318.
- DE GREGORIO, J., A. TOKMAN y R. VALDÉS (2005). *Flexible exchange rate with inflation targeting in Chile: Experience and issues*, Working Paper n.º 540, Inter-American Development Bank.
- INCLÁN, C., y G. C. TIAO (1994). «Use of cumulative sums of squares for retrospective detection of changes of variance», *Journal of the American Statistical Association*, 89, pp. 913-923.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2005). «Does inflation targeting work in emerging markets?», en *IMF, World Economic Outlook*, septiembre, capítulo IV.
- LEVY-Yeyati, E., y F. STURZENEGGER (2007). *Fear of Appreciation*, KSG Working Paper n.º 07-047, Harvard University.

- LITTLE, J. S., y T. F. ROMANO (2009). *Inflation targeting – central bank practice overseas*, Public Policy Briefs n.º 08-1, Federal Reserve Bank of Boston.
- MINELLA, A., P. SPRINGER DE FREITAS, I. GOLDFAJN y M. K. MUINHOS (2003). «Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility», *Journal of International Money and Finance*, 22, pp. 1015-1040.
- MISHKIN, F., y M. SAVASTANO (2001). «Monetary policy strategies for Latin America», *Journal of Development Economics*, 66, pp. 415-444.
- MISHKIN, F., y K. SCHMIDT-HEBBEL (2007). «Does inflation targeting make a difference?», en F. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy under Inflation Targeting*, Banco Central de Chile, Santiago.
- ROSE, A. (2007). «A stable international monetary system emerges: Inflation targeting is Bretton Woods, reversed», *Journal of International Money and Finance*, 26, pp. 663-681.



## Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010

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

### *Introducción*

Durante el cuarto trimestre de 2010 se han publicado numerosas disposiciones de carácter financiero, como viene siendo habitual en el tramo final de cada año.

El Banco Central Europeo (BCE) ha introducido algunos cambios en los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema. También ha actualizado las condiciones de participación en TARGET2, que posteriormente han sido adaptadas por el Banco de España.

En el área de las entidades de crédito se han publicado cinco disposiciones, que contienen las siguientes novedades: la modificación de la normativa sobre recursos propios mínimos, con el fin de trasponer dos directivas comunitarias recientes; la adaptación de la normativa contable con las nuevas normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas; el desarrollo de determinados aspectos del mercado hipotecario, así como ciertas matizaciones técnicas de la normativa de publicidad de los servicios y productos bancarios, y la introducción de una serie de precisiones al nuevo régimen jurídico de las cajas de ahorros.

En el campo de las entidades financieras se ha terminado de desarrollar el régimen de las participaciones significativas conforme a la normativa comunitaria, y, al igual que en las entidades de crédito, se ha adaptado el plan de contabilidad de las entidades aseguradoras a las nuevas normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas.

En el contexto de los mercados de valores se han promulgado tres disposiciones, una reforma de la regulación de los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados; una actualización de determinados procedimientos administrativos y autorizaciones de las entidades de capital riesgo, así como de las normas contables y estados financieros de los fondos de titulización.

En el ámbito europeo se ha creado el Sistema Europeo de Supervisores Financieros, con la finalidad de preservar la estabilidad financiera y reforzar la coordinación de la supervisión en la UE. Además, se ha modificado la normativa sobre ofertas públicas y admisión a cotización de valores, y se han actualizado los requisitos de capital para la cartera de negociación y para las retitulizaciones.

Por otro lado, se han modificado las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas y el plan general contable para incorporar las novedades contables de dos reglamentos comunitarios en relación con los estados financieros consolidados y separados, y con las combinaciones de negocios.

Por último, se analizan las novedades de carácter monetario, financiero y fiscal, contenidas en los Presupuestos Generales del Estado para 2011.

**Banco Central Europeo:  
modificación  
de la normativa sobre  
los instrumentos  
y procedimientos de  
la política monetaria  
del Eurosistema**

Se han publicado la *Orientación BCE/2010/13, de 16 de septiembre* (DOUE del 9 de octubre), y la *Orientación BCE/2010/30, de 13 de diciembre* (DOUE del 21), que modifican la Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

NOVEDADES DE LA ORIENTACIÓN  
BCE/2010/13

La norma recoge los cambios en la definición y ejecución de los procedimientos y operaciones de política monetaria del Eurosistema que ha decidido el Consejo de Gobierno del BCE en los últimos meses, y que ahora se incorporan al texto de la Orientación BCE/2000/7. Las novedades más importantes se comentan a continuación.

El Eurosistema puede adoptar nuevas medidas ante las entidades de contrapartida que no cumplan con sus obligaciones, tanto en las subastas como en las operaciones bilaterales. En concreto, el Eurosistema puede imponer sanciones económicas a una entidad de contrapartida, o suspender su participación en las operaciones de mercado abierto por un período determinado, cuando no transfiera una cantidad suficiente de activos de garantía o de efectivo para liquidar o garantizar el importe en una operación de inyección o de absorción de liquidez.

Se mejoran y se fortalecen las medidas discrecionales que dispone el Eurosistema para hacer frente a los problemas de solvencia de una entidad de contrapartida. Así, por motivos de prudencia, podrá: excluir a ciertas entidades o suspender o limitar su acceso a los instrumentos de política monetaria, rechazar o limitar la utilización de activos presentados como garantía, o aplicar recortes adicionales a los mismos.

Se permite que el BCE, dentro de las operaciones de mercado abierto, en circunstancias excepcionales, pueda llevar a cabo operaciones en firme (operaciones a vencimiento) de manera centralizada<sup>1</sup>.

En el apartado de activos de garantía, el Eurosistema refuerza los requisitos que se exigen a los activos que sirven de respaldo a bonos de titulización para admitirlos como garantía en sus operaciones, con el objeto de reducir el riesgo de reintegración (*claw back*) de dichos bonos. Así, además de los ya establecidos<sup>2</sup>, se exigen los siguientes: a) tanto el originador de los activos como el emisor o, en su caso, el intermediario de los bonos deberán estar constituidos en el Espacio Económico Europeo (EEE)<sup>3</sup>, y b) en el caso de los créditos, los deudores y los acreedores deberán ser residentes en el EEE (personas físicas) o estar constituidos en el EEE (personas jurídicas) y, en su caso, el valor pertinente también estará situado en el EEE.

En el supuesto de que los originadores o los intermediarios se hubiesen constituido en la zona del euro o en el Reino Unido, el Eurosistema deberá verificar la ausencia de cláusulas de rein-

---

1. Antes solo se ejecutaban de forma descentralizada por los bancos centrales nacionales. 2. Los requisitos que ya se exigían a estos activos eran los siguientes: a) su adquisición se regía por la legislación de un Estado miembro de la Unión Europea; b) debían ser adquiridos por el fondo de titulización (o entidad análoga) del originador o de un intermediario, de forma que el Eurosistema considerara que constituía una «auténtica compraventa», y debía estar fuera del alcance del originador y de sus acreedores, y c) debían ser originales, es decir, no debía consistir, en todo o en parte, real o potencialmente, en tramos de otros bonos de titulización, o en valores vinculados a riesgos crediticios ni en *swaps* u otros derivados financieros, ni en instrumentos sintéticos. 3. El EEE comenzó a existir el 1 de enero de 1994, con motivo de un acuerdo entre países miembros de la Unión Europea (UE) y de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC). Su creación permitió a los países de la AELC participar en el mercado interior de la UE sin tener que adherirse a la UE. Está integrado por los 27 países de la UE y los miembros de la AELC siguientes: Islandia, Liechtenstein y Noruega.

tegración en dichas jurisdicciones. Si el originador o el intermediario se hubiesen constituido en otro país del EEE, los bonos de titulización solo se considerarán admisibles si el Eurosistema determina que sus derechos tienen la protección adecuada contra disposiciones de reintegración vigentes en la legislación del correspondiente país del EEE que el Eurosistema considere relevante<sup>4</sup>.

En lo referente al sistema de evaluación del crédito del Eurosistema<sup>5</sup>, se mantienen los criterios aplicables a los bonos de titulización y se concretan sus requisitos de calidad crediticia. Para estos activos se exigen dos calificaciones externas de «triple A» a su emisión, y conservar el umbral mínimo de «A» durante la vida del bono.

Dentro de las normas de utilización de los activos de garantía, tal como estaba establecido, las entidades de contrapartida no pueden presentar como garantía activos emitidos por otra entidad con la que tenga vínculos estrechos, aunque, en su momento, ya se establecieron determinadas excepciones a dicho criterio. Ahora, se añade una excepción nueva, que son los bonos garantizados estructurados que cuentan con la garantía de préstamos para la adquisición de vivienda, es decir, ciertos bonos garantizados de los que la Comisión Europea no ha declarado que cumplen los criterios exigibles a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)<sup>6</sup>, pero que satisfacen todos los criterios aplicables a los bonos de titulización, junto con determinados criterios adicionales<sup>7</sup> que ahora se introducen.

Además, se prevé que el Eurosistema pueda limitar el uso de los bonos simples emitidos por una entidad de crédito o por cualquier otra entidad con la que aquella tenga vínculos estrechos. Así, dichos activos solo pueden utilizarse como garantía por una entidad de contrapartida en la medida en que el valor asignado por el Eurosistema, tras aplicar recortes, no exceda del 10% del valor total de los activos de garantía presentados por esa entidad. Este límite no se aplicará a los activos avalados por entidades del sector público facultadas para recaudar impuestos o si el valor tras el recorte de los activos no excede de 50 millones de euros.

Se revisan las medidas de control de riesgos aplicables a las operaciones de crédito. Así, el Eurosistema puede excluir no solo a determinados activos de su utilización en las operaciones de política monetaria, sino también a las entidades de contrapartida, en particular si la calidad crediticia de la entidad parece demostrar una elevada correlación con la calidad crediticia de los activos presentados por ella como garantía.

Finalmente, se añaden nuevos términos y se definen otros de manera más precisa, se incluyen los cambios introducidos en los reglamentos estadísticos, y se armonizan ciertas disposiciones que mejoran su coherencia y transparencia.

---

4. Para que los bonos de titulización se consideren admisibles, deberá remitirse una evaluación jurídica independiente, aceptable por el Eurosistema, en la que se detallen las normas de reintegración aplicables en el país. El Eurosistema considera normas de reintegración estrictas —y, por tanto, inaceptables—, entre otras, aquellas por las que el liquidador puede invalidar la venta de activos de garantía por la sola razón de haberse formalizado en un determinado período anterior a la declaración de insolvencia del vendedor (originador o intermediario), o aquellas por las que el cesionario solo puede evitar dicha invalidación si demuestra que en el momento de la venta desconocía la situación de insolvencia del vendedor (originador o intermediario). 5. El sistema de evaluación del crédito del Eurosistema define los procedimientos, normas y técnicas que garantizan el cumplimiento del requisito de elevada calidad crediticia impuesto por el Eurosistema para todos los activos de garantía. 6. Véase la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). 7. Entre ellos, que los préstamos para la adquisición de vivienda subyacentes a los bonos garantizados estructurados deben estar denominados en euros; el emisor (e igualmente el deudor y el avalista, si se trata de personas jurídicas) debe haberse constituido en un Estado miembro, los activos de garantía deben estar radicados en un Estado miembro y la legislación aplicable al préstamo debe ser la de un Estado miembro. Asimismo, se admite la sustitución por activos de garantía de elevada calidad, con el límite máximo del 10% del conjunto de activos de garantía.

Los cambios más importantes que introduce la Orientación BCE/2010/30 son los siguientes:

Se añaden los depósitos a plazo como activos de garantía admisibles para las operaciones de política monetaria del Eurosistema y para el crédito intradía.

Dentro de las normas de utilización de los activos de garantía, 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: son los bonos garantizados que tienen como activos de garantía hipotecas comerciales. De forma similar al epígrafe anterior, son bonos garantizados de los que la Comisión Europea no ha declarado que cumplen los criterios exigibles a los OICVM, pero que satisfacen todos los criterios aplicables a los bonos de titulización y determinados criterios adicionales<sup>8</sup>.

La Orientación BCE/2010/13 entró en vigor el 18 de septiembre, y será aplicable a partir del 10 de octubre, salvo el anejo II, que lo fue a partir del 1 de enero. La Orientación BCE/2010/30 entró en vigor el 15 de diciembre y fue aplicable a partir del 1 de enero, salvo el punto 2 del anejo, que lo será a partir del 1 de febrero.

### **TARGET2: actualización de su normativa**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2010/12, de 15 de septiembre* (DOUE del 5 de octubre), que modifica la Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril, sobre el sistema automatizado trans-europeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2)<sup>9</sup>, con el fin de reflejar las actualizaciones de la versión 4.0 de TARGET2; concretamente, para que los participantes puedan acceder a una o a varias cuentas del módulo de pagos mediante Internet<sup>10</sup>, reflejar algunos cambios técnicos subsiguientes a la entrada en vigor del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea<sup>11</sup> y aclarar ciertas cuestiones. Asimismo, se ha publicado la *Resolución de 6 de octubre de 2010 del Banco de España* (BOE del 16 de noviembre), que modifica la Resolución de 20 de julio de 2007<sup>12</sup>, por la que se aprueban las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2-Banco de España (TARGET2-BE)<sup>13</sup>, para adaptarla a la Orientación BCE/2010/12.

Además de las condiciones uniformes de participación en TARGET2<sup>14</sup> que ya haya adoptado cada banco central nacional (BCN) participante, ahora deberán introducir las medidas necesarias y las condiciones uniformes complementarias de participación en TARGET2 para su acceso mediante Internet (véase anejo V, que se incorpora como novedad).

Esta forma de acceso a la cuenta del módulo de pagos será incompatible con el previsto mediante el proveedor del servicio de red<sup>15</sup>. No obstante, el BCN participante podrá optar por

<sup>8</sup>. Entre ellos, que los préstamos hipotecarios comerciales subyacentes a los bonos garantizados estructurados deben estar denominados en euros; el emisor (e igualmente el deudor y el avalista, si se trata de personas jurídicas) debe haberse constituido en un Estado miembro, los activos de garantía deben estar radicados en un Estado miembro y la legislación aplicable al préstamo debe ser la de un Estado miembro. Se admite la sustitución por activos de garantía de elevada calidad, con el límite máximo del 10 % del conjunto de activos de garantía. Dicho límite solo puede sobrepasarse tras un análisis exhaustivo realizado por el BCN correspondiente. <sup>9</sup>. El sistema TARGET2 se caracteriza por ser una plataforma compartida única, por medio de la cual se cursan y se procesan todas las órdenes de pago, y finalmente se reciben los pagos, de manera técnicamente idéntica. <sup>10</sup>. En el acceso basado en Internet, el participante puede optar por una cuenta del módulo de pagos a la que solo puede accederse por Internet, y cursa mensajes de pago o de control a TARGET2 por medio de Internet. <sup>11</sup>. Las versiones consolidadas del Tratado de la Unión Europea y del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, así como sus protocolos y anexos, resultado de las modificaciones introducidas por el Tratado de Lisboa, firmado el 13 de diciembre de 2007 en Lisboa y que entró en vigor el 1 de diciembre de 2009, se pueden consultar en el DOUE número 83 de 30.3.2010. <sup>12</sup>. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 128 y 129. <sup>13</sup>. El sistema TARGET2 se caracteriza por ser una plataforma compartida única, por medio de la cual se cursan y se procesan todas las órdenes de pago, y finalmente se reciben los pagos, de manera técnicamente idéntica. <sup>14</sup>. Véase el anejo II de la norma. <sup>15</sup>. El proveedor del servicio de red es la empresa designada por el Consejo de Gobierno del BCE para facilitar la red de conexiones informáticas destinada a cursar mensajes de pago en TARGET2.

tener una o varias cuentas del módulo de pagos, cada una de las cuales será accesible, bien por Internet, bien por medio del proveedor del servicio de red.

Asimismo, se encarga al Consejo de Gobierno del BCE para especificar los principios aplicables a la seguridad de los certificados<sup>16</sup> empleados para el acceso basado en Internet.

NOVEDADES DE LA RESOLUCIÓN  
DE 6 DE OCTUBRE

Se establece explícitamente como condición para acceder a TARGET2-BE que las entidades de crédito participantes no estén sujetas a medidas restrictivas adoptadas por el Consejo de la Unión Europea o por los Estados miembros, conforme al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, de modo que su aplicación, en opinión del Banco de España, tras informar al BCE, sea incompatible con el buen funcionamiento de TARGET2. Estas mismas condiciones se exigen, de manera adicional, para el acceso de las entidades participantes al crédito intradía.

Se añaden nuevos supuestos de incumplimiento de las entidades según los cuales el Banco de España suspenderá o cancelará el acceso al crédito intradía, como que la autoridad competente, judicial o de otra clase, decida iniciar un procedimiento de liquidación de la entidad, u otro procedimiento análogo, o que la entidad quede sujeta a la congelación de fondos u otras medidas impuestas por la UE que restrinja su capacidad para hacer uso de sus fondos. También se añaden nuevos supuestos por los que el Banco de España podrá suspender o poner término, sin necesidad de preaviso, a la participación de la entidad en TARGET2-BE, como que la entidad participante incumpla una obligación sustancial o cualquier otra circunstancia que ponga en peligro la estabilidad, fiabilidad y seguridad generales de TARGET2-BE.

En otro orden de cosas, se introduce un nuevo clausulado que recoge las condiciones uniformes para la participación en TARGET2-BE, utilizando el acceso basado en Internet conforme establece la Orientación BCE/2010/12. En general, determinadas cláusulas dejan de ser aplicables, otras son modificadas, y se establecen algunas complementarias para cuando se utilice el acceso mediante Internet.

Se establecen ciertos requisitos técnicos para las entidades que deseen abrir una cuenta del módulo de pagos accesible por Internet en TARGET2-BE. En concreto, deberán especificar si, además del acceso por Internet, desean seguir accediendo a TARGET2 por medio del proveedor del servicio de red, en cuyo caso habrán de solicitar una cuenta del módulo de pagos en TARGET2 separada.

Los participantes que utilicen el acceso por Internet establecerán controles de seguridad adecuados, en particular los señalados en las especificaciones técnicas que dicte el Banco de España para que protejan sus sistemas de usos no autorizados.

La Orientación entró en vigor el 7 de octubre y se aplicó desde el 22 de noviembre, fecha esta última en la que entró en vigor la Resolución de 6 de octubre.

---

**16.** El certificado o certificado electrónico es el fichero electrónico expedido por las autoridades certificadoras que vincula una clave pública a una identidad y se usa para: verificar que una clave pública pertenece a un individuo, autenticar la identidad del titular, comprobar una firma de este individuo, o cifrar un mensaje a él dirigido. Los certificados se mantienen en dispositivos materiales, como tarjetas inteligentes o barras de USB, y las referencias a los certificados incluyen estos dispositivos materiales. Los certificados son importantes en el proceso de autenticación de los participantes que acceden a TARGET2 mediante Internet y cursan mensajes de pago o control.



**Entidades de crédito:  
modificación de  
la normativa  
de determinación  
y control de los recursos  
propios mínimos**

Se ha publicado la CBE 9/2010, de 22 de diciembre (BOE del 30), que modifica la CBE 3/2008, de 22 de mayo<sup>17</sup>, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, con el fin de transponer dos directivas comunitarias: la Directiva 2009/27/CE, de la Comisión, de 7 de abril, que modificó determinados anexos 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<sup>18</sup>, 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.

La Circular modifica ciertas normas de la CBE 3/2008 respecto a: los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito, tanto para el método estándar como para el basado en calificaciones internas; las técnicas de reducción del riesgo de crédito; la titulización; el tratamiento del riesgo de contraparte y de la cartera de negociación, y las obligaciones de información al mercado. Además, aprovecha para introducir algunas mejoras técnicas y de redacción del texto original.

En el caso de las titulizaciones, hay algunas novedades. Así, se matizan las condiciones en las que se presume que ha existido una transferencia significativa del riesgo a terceros, de modo que, sin haberse prestado apoyo implícito a la titulización, se exige que se cumplan cualesquiera de las dos condiciones siguientes:

- a) que la ratio de participación de la entidad originadora en el conjunto de los requerimientos de recursos propios correspondientes a los tramos de primeras pérdidas sea igual o inferior al 20 %, cuando no existan tramos de riesgo intermedio en la titulización, y que la entidad originadora pueda demostrar que el importe de los tramos de primeras pérdidas rebasa en un margen sustancial una estimación motivada de la pérdida esperada derivada de las exposiciones titulizadas<sup>19</sup>, o
- b) que la ratio de participación de la entidad originadora en el conjunto de tramos de riesgo intermedio de la titulización sea, en términos de los requerimientos de recursos propios, igual o inferior al 50 % (antes, debía ser inferior al 50 %).

En el caso de que no se cumplan los requisitos, si la entidad originadora considera que la transferencia del riesgo de crédito es significativa, deberá justificarlo ante el Banco de España, concretando ahora la Circular la forma de hacerlo. Para ello, deberá acreditar que cuenta con políticas y metodologías que garantizan que la posible reducción de los requerimientos de capital que consigue mediante la titulización se corresponde con la transferencia del riesgo.

Se introducen ciertas modificaciones para el cálculo del valor de exposición de las líneas de liquidez. Así, se establece con carácter general un factor de conversión del crédito del 50 % de su importe nominal. Así, se deja de aplicar un factor de conversión del 0 % a las líneas de liquidez admisibles otorgadas a programas de pagarés de titulización de las que podían disponerse en caso de una perturbación generalizada en los mercados.

También se clarifican los criterios técnicos aplicables en materia de exención de requerimientos individuales a entidades filiales o matrices de un grupo consolidable de entidades de cré-

---

17. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2008», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2008, Banco de España, pp. 147-158. 18. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2006», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2006, Banco de España, pp. 176-178. 19. Antes solo se les exigía que los tramos de primeras pérdidas fueran exclusivamente inferiores al 20 %.

dito; y también se facilita la identificación de las entidades del sector público sujetas a ponderación especial y del régimen de ponderación de los activos materiales recibidos como dación en pago.

Otras mejoras técnicas de la Circular proceden de adoptar los criterios establecidos por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios en las guías que ha venido haciendo públicas sobre la aplicación de las directivas bancarias. Entre ellas, la eliminación de cualquier exención en las acciones propias que deben deducirse de los recursos propios computables, así como de las financiaciones a terceros cuyo objeto sea la adquisición de acciones, aportaciones u otros valores computables como recursos propios de la entidad que las haya otorgado o de otras entidades de su grupo consolidable<sup>20</sup>. También se establece la posibilidad de que las entidades de crédito no integren dentro de los recursos propios el importe de las plusvalías (minusvalías)<sup>21</sup> de instrumentos de deuda que se contabilicen como ajustes por valoración de activos financieros disponibles para la venta dentro del patrimonio neto, con el fin de evitar fluctuaciones excesivas en los recursos propios computables.

Por último, en relación con el riesgo de liquidez y los riesgos derivados de las operaciones de titulización, y en tanto no se complete el proceso de transposición de la Directiva 2009/111/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre<sup>22</sup>, se introduce un anejo que contiene unas «Guías complementarias a las normas contenidas en la Circular», en las que se establece una serie de previsiones tendentes a reforzar la organización interna, gestión de riesgos y control interno, y demás aspectos relevantes.

Salvo puntuales excepciones, la Circular entró en vigor el 31 de diciembre.

**Entidades de crédito:  
modificación  
de las normas de  
información financiera  
pública y reservada**

Se ha publicado la *CBE 8/2010, de 22 de diciembre* (BOE del 30), que modifica la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*<sup>23</sup>, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

La finalidad de la Circular es la adaptación de la *CBE 4/2004* a los reglamentos (CE) 494/2009 y 495/2009 de la Comisión Europea, de 3 de junio, que introdujeron la revisión de la norma internacional de información financiera (NIIF) número 3 y de la norma internacional de contabilidad (NIC) 27, aprobadas por el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, de la Comisión Europea, de 3 de noviembre, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad, de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo<sup>24</sup>.

Las mayores novedades que introduce la Circular son las referidas al capítulo III, «combinación de negocios y consolidación».

---

20. Antes quedaban exentas de la deducción como recursos propios computables las acciones o financiaciones de las mismas que se dirigieran al personal de la entidad o grupo económico y las acciones adquiridas que fueran cobertura de otras operaciones de mercado, siempre que no se superara el 1 % del total de acciones del capital de la propia entidad adquirente o financiadora. 21. Dichos importes brutos estarán constituidos por el saldo acreedor (de conformidad con lo previsto en la *CBE 4/2004*) de cada una de las cuentas de los ajustes derivados de instrumentos de deuda o de capital, más la corrección impositiva aplicada para su integración en dichas cuentas. 22. La Directiva 2009/111/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, que modificó las directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE, en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis, establecía, a través de su anejo V, una serie de previsiones tendentes a reforzar la organización interna, gestión de riesgos y control interno, y la supervisión de los mismos. 23. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 109-114. 24. Dicha revisión responde al trabajo conjunto realizado entre el Financial Accounting Standards Board (FASB) y el International Accounting Standards Board (IASB) para converger en la contabilidad de las combinaciones de negocios y consolidación.

Con la nueva IFRS 3, se enfatiza el momento de la toma de control como un hecho que modifica significativamente la naturaleza y circunstancias económicas de la inversión. Así la nueva norma precisa cuestiones que anteriormente quedaban indefinidas, tales como la estimación del fondo de comercio en tomas de control por etapas, las operaciones con socios externos, o las combinaciones de negocios realizadas exclusivamente por contrato. Por otra parte, introduce algunas novedades en términos de valoración que afectan a las contraprestaciones contingentes y a los pasivos contingentes.

Para facilitar la aplicación del método de adquisición, ya utilizado antes de la modificación, se ha introducido un esquema de su aplicación: a) identificar a la entidad adquirente; b) establecer la fecha de adquisición; c) identificar, si existen, los activos y pasivos que requieren un tratamiento contable separado de la combinación de negocios; d) identificar los activos adquiridos y los pasivos asumidos que requieren, a la fecha de adquisición, la adopción de decisiones, que deberán quedar adecuadamente documentadas, en orden a facilitar la aplicación futura de otras normas de esta Circular<sup>25</sup>; e) reconocer y valorar los activos identificables adquiridos y los pasivos asumidos; f) reconocer y valorar, cuando proceda, la participación de los socios externos en el negocio adquirido; g) valorar la contraprestación entregada, y h) reconocer y valorar el fondo de comercio o, para el caso de una adquisición ventajosa, la ganancia obtenida.

La norma también introduce los casos que no cumplen la definición de combinación de negocios, que quedan limitados a los siguientes: la combinación de entidades que, tanto antes como después de la combinación, estén bajo control común; la adquisición de activos y pasivos que no constituyan un negocio, y la creación de un negocio conjunto.

Como estaba establecido, en toda combinación de negocios, una de las entidades que se combina deberá ser necesariamente identificada como la adquirente. Ahora, la Circular amplía la casuística para identificar cuál de entre las entidades participantes en la combinación es la adquirente, si existen dudas o dificultades para identificarla.

En la fecha de adquisición, como estaba establecido, la adquirente valorará los activos identificables adquiridos y los pasivos asumidos en una combinación de negocios por su valor razonable<sup>26</sup>. Los socios externos se medirán por la parte proporcional que estos representen en la diferencia entre los activos identificables adquiridos y los pasivos asumidos. Como novedad, se introduce una guía para localizar y tratar las operaciones separadas, aquellas que no forman parte de la combinación de negocios<sup>27</sup>.

Se introducen los criterios de valoración en los casos en que haya habido entrega de contraprestación para obtener el control de una entidad. Dicha contraprestación se valorará por su valor razonable en la fecha de adquisición, a menos que permanezca, como activo o como

---

25. Tales como la designación de un instrumento financiero derivado como cobertura contable, la clasificación de un instrumento financiero como cartera de negociación o la separación de un derivado implícito en un instrumento financiero híbrido. 26. Conforme lo define la CBE 4/2004, el valor razonable es la cantidad por la que un activo podría ser entregado, o un pasivo liquidado, entre partes interesadas debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua. El valor razonable se determinará sin practicar ninguna deducción por los costes de transacción en que pudiera incurrirse por causa de enajenación o disposición por otros medios. La mejor evidencia del valor razonable es el precio de cotización en un mercado activo. 27. En una combinación de negocios son operaciones separadas aquellas que, por lo general, se inician antes de la fecha de la combinación y que, esencialmente, no se han realizado en beneficio del negocio adquirido, o de sus anteriores propietarios. Todas las operaciones realizadas en beneficio de la adquirente, o de la entidad combinada, se reputarán como operaciones separadas de la combinación de negocios. Las operaciones separadas pueden ser fruto de relaciones preexistentes o de acuerdos contractuales previos al inicio de negociaciones para alcanzar una combinación de los negocios, o pueden haber sido realizadas durante el período de negociación.

pasivo, en la entidad combinada tras la combinación de negocios, en cuyo caso se medirá por su valor en libros antes de la combinación, con las precisiones adicionales que introduce la norma.

A su vez, se introduce otra novedad en cuanto al tratamiento de los gastos relacionados con la adquisición, tales como los destinados al pago de honorarios de asesores, que deben registrarse como gastos en lugar de activarlos.

Otro apartado que se actualiza es el reconocimiento y valoración del fondo de comercio o de la ganancia por una adquisición ventajosa. En la fecha de adquisición, la adquirente comparará la suma de la contraprestación entregada más, en su caso, el valor razonable en esa fecha de las participaciones previas en el patrimonio del negocio adquirido y el importe de los socios externos, con el valor razonable neto de los activos identificados adquiridos menos los pasivos asumidos<sup>28</sup>. Queda, por tanto, establecido el tratamiento del fondo de comercio en las combinaciones de negocios realizadas por etapas de forma coherente con el concepto de la toma de control como hecho que modifica significativamente la inversión<sup>29</sup>.

Por otro lado, se revisan los criterios generales de consolidación, en lo que se refiere a las valoraciones de las inversiones en entidades calificadas como asociadas o multigrupo que pierdan tal condición; se actualizan los criterios de valoración en el método de integración global, sobre todo para recoger los casos de pérdida de control de una entidad dependiente; y se añade la información que la entidad adquirente debe incorporar en la memoria de las cuentas individuales en relación con cada combinación de negocios que haya efectuado durante el período contable. A su vez, se revisa la valoración del deterioro de las inversiones medidas por el método de la participación.

Finalmente, se realizan ciertas actualizaciones a las referencias a las normativas anteriores de las sociedades mercantiles, cuyo texto refundido se ha integrado en la reciente Ley de Sociedades de Capital<sup>30</sup>.

La Circular, que entró en vigor el 31 de diciembre, se aplicará a todas las operaciones realizadas desde el 1 de enero de 2010.

**Entidades de crédito:  
desarrollo de determinados  
aspectos del mercado  
hipotecario**

Se ha publicado la *CBE 7/2010, de 30 de noviembre* (BOE del 6 de diciembre), que desarrolla determinados aspectos del mercado hipotecario, regulado por la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario<sup>31</sup>. Asimismo, introduce ciertas modificaciones en la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, conforme a las exigencias de la nueva normativa.

Se establecen los datos esenciales del registro contable especial<sup>32</sup> que deben llevar las entidades emisoras de cédulas o bonos hipotecarios, y que incorporarán en la memoria de sus cuentas anuales. En concreto, respecto a las operaciones activas, entre otros datos, se reco-

---

**28.** Antes, la entidad adquirente comparaba el coste de la combinación de negocios con el porcentaje adquirido del valor razonable neto de los activos, pasivos y pasivos contingentes de la entidad adquirida. **29.** Una combinación de negocios realizada por etapas es aquella en que la adquirente tiene participación en la adquirida inmediatamente antes de la fecha en que obtiene su control. **30.** Recogida en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. **31.** Esta Ley fue ampliamente modificada por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, y desarrollada reglamentariamente por el Real Decreto 716/2009, de 24 de abril. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 133-139. **32.** Conforme establece el Real Decreto 716/2009, las entidades emisoras de cédulas o bonos hipotecarios deben llevar un registro contable especial de los préstamos y créditos hipotecarios que sirven de garantía a dichas emisiones, de los activos de sustitución que las respalden y de los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión.

gerá determinada información sobre la totalidad de los préstamos y créditos hipotecarios, distinguiendo los que resulten elegibles a efectos de: servir de cobertura a las emisiones de bonos hipotecarios, ser objeto de participaciones hipotecarias o servir para el cálculo del límite de emisión de las cédulas hipotecarias. En cuanto a las operaciones pasivas, se incluirá cierta información sobre los bonos hipotecarios, desglosando por emisiones; así como sobre las cédulas hipotecarias, participaciones hipotecarias y certificados de transmisión hipotecaria, desglosando en estos casos entre los títulos o certificados emitidos mediante oferta pública y sin ella, así como, dentro de ambas clases, en función de su vencimiento residual.

Se detalla técnicamente el contenido mínimo de la nota de la memoria anual de actividades en la que se incluye la manifestación expresa del consejo de administración u órgano equivalente de la entidad de crédito sobre la existencia de políticas y procedimientos expresos en relación con sus actividades en el mercado hipotecario, y por la que dicho órgano se hace expresamente responsable del cumplimiento de la normativa del mercado hipotecario<sup>33</sup>.

Finalmente, se incluyen ciertos criterios técnicos en cuestiones relacionadas con la movilización de hipotecas que tengan, además, el aval de una entidad de crédito o un seguro<sup>34</sup>, y en orden al juicio que debe llevarse a cabo sobre la posible equivalencia de las garantías otorgadas sobre bienes inmuebles ubicados en otros países de la Unión Europea. En ambos casos, se especifica la documentación que las entidades de crédito acreedoras o las asociaciones que las representen deberán presentar al Banco de España.

La Circular entró en vigor el 26 de diciembre.

**Entidades de crédito:  
publicidad de los servicios  
y productos bancarios**

Se ha publicado la *CBE 6/2010, de 28 de septiembre* (BOE del 11 de octubre), sobre publicidad de los servicios y productos bancarios, dirigida a las entidades de crédito españolas, a las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras y también a las entidades de pago reguladas por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre<sup>35</sup>, de servicios de pago. La Circular desarrolla los aspectos de la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio<sup>36</sup>, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios, que, por su habilitación expresa, son competencia del Banco de España.

En concreto, y partiendo de la eliminación del régimen de autorización administrativa previa llevada a cabo por la Orden Ministerial antes indicada, se determinan los principios a los que debe ajustarse la publicidad, y los criterios generales sobre el contenido mínimo y formato del mensaje publicitario, que figuran en el anejo de la Circular. La aplicación de este conjunto de criterios deberá hacerse de manera proporcionada a la complejidad del producto o servicio bancario ofrecido y a las características del medio de difusión utilizado.

Por otro lado, se regulan los procedimientos y los controles internos, así como la política de comunicación comercial de las entidades de crédito. Esta política deberá integrar los principios generales que se mencionan en el anejo y, en general, la normativa que resulte aplicable

---

33. Conforme al Real Decreto 716/2009, las entidades emisoras de cédulas o bonos hipotecarios debían incluir una nota específica en su memoria anual de actividades, que incluiría, entre otros aspectos, una manifestación expresa en este sentido. 34. Respecto a las condiciones que deben cumplir los préstamos y créditos hipotecarios para poder servir de cobertura para la emisión de títulos del mercado hipotecario (cédulas hipotecarias, bonos y participaciones hipotecarias), el Real Decreto 716/2009 establecía que la relación entre el préstamo y valor de tasación del bien hipotecado podría superar el límite general del 80 %, sin exceder del 95 % si la operación disponía de un seguro o de un aval bancario prestado por entidad distinta de la acreedora, que deben cumplir determinados requisitos. 35. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 158-163. 36. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2010», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2010, Banco de España, pp. 182-184.

a su actividad publicitaria. Asimismo, deberá prever los procedimientos necesarios para adaptar los productos ofrecidos y la forma de presentarlos a las características del colectivo al que se dirigen.

Se establece la presunción de que las entidades que estén asociadas a ciertos «sistemas de autorregulación publicitaria» cuentan con procedimientos y controles internos adecuados en el ámbito que nos ocupa. Entre otras finalidades, se pretende estimular la adhesión de las entidades de crédito a algún organismo de autorregulación de la actividad publicitaria debidamente homologado. A tal efecto, el Banco de España publicará, en sus páginas en Internet, la relación de entidades asociadas a «sistemas de autorregulación publicitaria» que cumplan determinados requisitos que establece la Circular. También informará sobre el sistema al que está asociada cada entidad, junto con sus códigos de conducta.

Las entidades de crédito que no estén asociadas a ningún «sistema de autorregulación publicitaria» homologado, o cuya publicidad no siga sujeta al régimen de previa autorización por parte de una comunidad autónoma (como ocurre con las cajas de ahorros y con determinadas cooperativas de crédito), deberán someter al control del Banco de España su política de comunicación comercial y los controles internos alternativos de que dispongan para minimizar los riesgos relacionados con un incorrecto ejercicio de su actividad publicitaria.

Se concretan las características y el contenido mínimo del registro interno que debe custodiar cada entidad, en el que conservará y anotará toda la documentación correspondiente a cada campaña publicitaria y que deberá estar a disposición del Banco de España, permitiendo, en ciertos casos, su centralización dentro del grupo al que pertenece la entidad.

Por último, en el ejercicio de la potestad administrativa de requerir el cese o la rectificación de la publicidad bancaria, el Banco de España se dirigirá a las entidades de crédito cuyos productos se reflejen en la correspondiente campaña, indicándoles motivadamente los desajustes que aprecia con la normativa aplicable y, en su caso, la rectificación que considera apropiada. A este respecto, se establecen los plazos y los trámites que tienen las entidades para objetar o alegar las razones que estimen convenientes. En su caso, la rectificación se efectuará por los mismos medios empleados para la difusión de la campaña y con idéntico alcance. Todo ello sin perjuicio de las responsabilidades en que pudieran haber incurrido las entidades con arreglo al régimen sancionador establecido en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

La Circular entró en vigor el 11 de diciembre.

### **Modificación del régimen jurídico de las cajas de ahorros**

Las disposiciones finales tercera y cuarta de la *Ley 36/2010, de 22 de octubre* (BOE del 23), del Fondo para la Promoción del Desarrollo<sup>37</sup>, han realizado una serie de precisiones al nuevo régimen jurídico de las cajas de ahorros, regulado ahora por la *Ley 31/1985, de 2 de agosto*<sup>38</sup>, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorros, y por el *Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio*<sup>39</sup>, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros.

<sup>37</sup>. El objeto de la Ley es la creación y el establecimiento del régimen jurídico del Fondo para la Promoción del Desarrollo como instrumento de cooperación al desarrollo, gestionado por el Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación, a través de la Secretaría de Estado de Cooperación Internacional. Este Fondo retoma y amplía las funciones del Fondo de Ayuda al Desarrollo, creado por el *Real Decreto Ley 16/1976, de 24 de agosto, de ordenación económica, de medidas fiscales, de fomento de la exportación y del comercio interior*. <sup>38</sup>. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», *Boletín Económico*, octubre de 1985, Banco de España, pp. 61 y 62. <sup>39</sup>. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2010», *Boletín Económico*, octubre de 2010, Banco de España, pp. 161-166.



Se modifica el porcentaje de representación de las entidades representativas de intereses colectivos en los órganos de gobierno de las cajas, que a partir de ahora será, como mínimo, del 5% de los derechos de voto en cada órgano (antes se establecía un máximo del 10%).

Se establece que los acuerdos de la asamblea se adoptarán, como regla general, por mayoría simple de votos de los concurrentes (antes solo se mencionaba la existencia de una mayoría simple)<sup>40</sup>.

Finalmente, se contempla una nueva excepción en el cómputo total de mandatos de los miembros de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros, que, en general, no podían superar los 12 años. Así, en las cajas de ahorros que acuerden su integración con otras entidades o el ejercicio indirecto de su actividad financiera, los cargos en vigor a la entrada en vigor de esta norma podrán superar el límite de los 12 años hasta el cumplimiento del mandato en curso en la entidad de que se trate.

Las dos disposiciones finales de la Ley 36/2010 aquí comentadas entraron en vigor el 24 de octubre.

#### **Entidades financieras: desarrollo del régimen de las participaciones significativas**

Se han publicado la *CBE 5/2010, de 28 de septiembre* (BOE del 11 de octubre), sobre la lista de información que el adquirente potencial de una participación significativa<sup>41</sup> de una entidad de crédito deberá remitir al Banco de España<sup>42</sup>; la *Circular 5/2010, de 18 de noviembre*, de la CNMV (BOE del 6 de diciembre), sobre la información que debe remitir el adquirente potencial para la evaluación cautelar de las adquisiciones de participaciones significativas, y de los incrementos de participaciones en empresas de servicios de inversión (ESI) y en sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)<sup>43</sup>, y la *Orden EHA/3241/2010, de 13 de diciembre* (BOE del 17), por la que se aprueba la lista de información que debe remitir en supuestos de adquisición o incremento de participaciones significativas y por quienes pretendan desempeñar cargos de administración y dirección en entidades aseguradoras, reaseguradoras y en sociedades cuya actividad principal consista en tener participaciones en dichas entidades<sup>44</sup>.

40. Se mantiene como requisito de asistencia la mayoría de los derechos de voto de consejeros generales y, en su caso, de cotaparticipes, y, para su aprobación, al menos, el voto favorable de dos tercios de los derechos de voto de los asistentes para la aprobación y modificación de los estatutos y del reglamento de la caja, la disolución y liquidación de la entidad, su fusión o integración con otras entidades, su transformación en una fundación de carácter especial y la decisión de desarrollar su actividad de manera indirecta, previstas en el Real Decreto Ley 11/2010. 41. La participación significativa surgirá al alcanzar, al menos, el 10% del capital o de los derechos de voto de la entidad, o cuando se ejerza una influencia notable en la entidad adquirida, entendiéndose esta como la posibilidad de nombrar o destituir a algún miembro del órgano de administración. 42. El Real Decreto 1817/2009, de 27 de noviembre, por el que se modifican el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito, y el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito, encomendó al Banco de España la elaboración, mediante circular, de una lista con la información que debía suministrar el adquirente potencial de una participación significativa para poder evaluar la idoneidad de este y la solidez financiera de la adquisición propuesta. Además, se establecía que el Banco de España debía dar publicidad al contenido de la citada lista en su página web. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 152-156. 43. En el área de las IIC, el Real Decreto 1818/2009, de 27 de noviembre, que modificó el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y, en el terreno de las ESI, el Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre, que modificó el Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, encomendaron a la CNMV la elaboración, mediante circular, de una lista con la información que debe suministrar el adquirente potencial para la evaluación cautelar de las adquisiciones significativas y de los incrementos de participaciones en ESI y en SGIIC, respectivamente. Además, se establecía que la CNMV debía dar publicidad al contenido de la citada lista en su página web. 44. En el campo de las entidades aseguradoras, el Real Decreto 1821/2009, de 27 de noviembre, que modificó el Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, en materia de participaciones significativas, encomendó al ministro de Economía y Hacienda la aprobación de una lista que contenga la información que debe suministrar el adquirente potencial de una participación significativa en la notificación para la evaluación cautelar de las adquisiciones significativas y de los incrementos de participaciones en entidades aseguradoras. Además, se establecía que la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) debía dar publicidad al contenido de la citada lista en su página web.

Esta información también se hace extensible para los casos en los que se incremente dicha participación, directa o indirectamente, de forma tal que el porcentaje de los derechos de voto o del capital poseído resulte igual o superior al 20 %, 30 % o 50 %, o bien que pudiera llegar a controlar a la entidad.

La lista con la información completa que debe suministrar el adquirente potencial viene detallada en los anejos de las normas, que consta de dos partes.

En la primera, figuran los siguientes apartados: 1) la información general sobre su identidad, y, en el caso de las personas jurídicas, entre otros detalles, se deberá aportar la relación de personas que integran el consejo de administración u órgano equivalente, así como de sus altos directivos; 2) una serie de informaciones adicionales para evaluar la honorabilidad del adquirente; entre ellas, se describirán sus actividades profesionales y las sociedades que dirija o controle, así como, en su caso, sus vínculos o relaciones, financieras (por ejemplo, créditos, garantías, pignoraciones) o no financieras (entre otros, relaciones familiares) con la propia entidad objeto de la adquisición; 3) información sobre la adquisición y la finalidad básica de la misma (inversión estratégica, de cartera, etc.), y 4) información sobre la financiación de la adquisición (es decir, los recursos propios y ajenos empleados para la adquisición de la participación).

En la segunda parte de la lista se detalla la información relativa al nivel de participación que se pretenda adquirir, especificando si la adquisición de la participación va a suponer un cambio o no en el control de la entidad. En caso de que haya un cambio de control, el adquirente deberá presentar a la autoridad supervisora correspondiente<sup>45</sup>, entre otra documentación, un plan de negocio, con información relativa al plan de desarrollo estratégico<sup>46</sup> vinculado a la adquisición. Si la adquisición no da lugar a cambios en el control de la entidad, el adquirente potencial deberá facilitar un «informe de estrategia» con información detallada sobre sus intenciones, y los objetivos y estrategias que se pretenden alcanzar con la adquisición propuesta.

Los adquirentes potenciales lo notificarán previamente por escrito a la autoridad supervisora, indicando la cuantía de la participación prevista, e incluirán en dicha comunicación la información que se recoge en la lista. Si no concurre alguna de las circunstancias respecto de las que se solicita información, la persona que la cumplimente deberá confirmarlo expresamente. Por su parte, si lo consideran necesario, la autoridad supervisora podrá pedir al adquirente directo que aporte información respecto de algunas o todas las personas o entidades a través de las cuales la participación haya sido adquirida.

En caso de que el adquirente potencial, directo o indirecto, sea otra entidad de crédito o una entidad financiera supervisada, se le exime de remitir algunas de las informaciones contenidas en la parte primera de la lista, en aplicación del principio de proporcionalidad.

Si el adquirente potencial hubiera sido objeto de evaluación en los dos años anteriores, en las notificaciones de adquisiciones posteriores solo deberá facilitar información que suponga una actualización sobre la ya remitida, así como una declaración de que no se ha producido variación del resto.

---

<sup>45</sup> El Banco de España, la CNMV o la DGSFP. <sup>46</sup> El plan de desarrollo estratégico debe indicar los principales objetivos de la adquisición propuesta y la forma de alcanzarlos, incluyendo, entre otros aspectos: la finalidad detallada de la adquisición, los objetivos financieros a medio plazo (rentabilidad sobre los recursos propios, ratio coste-beneficio, beneficio por acción, etc.), las principales sinergias perseguidas con la entidad objeto de la adquisición, los posibles cambios en las actividades de la entidad objeto de la adquisición, y la forma en que la entidad se integrará en la estructura del grupo adquirente.



En el supuesto de que la adquisición se haya producido de manera sobrevenida (es decir, involuntaria) como resultado, por ejemplo, de la recompra por la entidad de sus propias acciones a otros accionistas o de un incremento de capital en el que otros accionistas no participen, la comunicación prevista deberá realizarse tan pronto el accionista sea conocedor del traspaso de alguno de los umbrales antes citados (20%, 30% o 50%, o bien que pudiera llegar a controlar a la entidad), incluso si tuviera intención de reducir su nivel de participación de tal modo que vuelva a situarse de nuevo por debajo del umbral traspasado<sup>47</sup>, con el fin de que se pueda evaluar su idoneidad.

Un apartado específico de la Orden EHA/3241/2010 detalla la información que deben suministrar a la DGSFP las mencionadas personas físicas o jurídicas que se propongan desempeñar cargos de administración o dirección en entidades aseguradoras, reaseguradoras y en las sociedades cuya actividad principal consista en tener participaciones en dichas entidades. Dicha información se recoge en la lista que figura como anejo II de la Orden<sup>48</sup>. Si dichas personas estuvieran sometidas a supervisión por la DGSFP, solo será necesario aportar aquella información que no se hubiese aportado anteriormente o la que debiera ser actualizada.

La CBE 5/2010 entró en vigor el 31 de octubre; la Circular 5/2010 de la CNMV, el 26 de diciembre, y la Orden EHA/3241/2010 lo hizo el 1 de enero de 2011.

#### **Entidades aseguradoras: modificación del Plan de Contabilidad**

Se ha publicado el *Real Decreto 1736/2010, de 23 de diciembre* (BOE del 30), por el que se modifica el Plan de Contabilidad de las entidades aseguradoras, aprobado por el Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio<sup>49</sup>, con el fin de incorporar las novedades introducidas por el Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas.

Al igual que en el caso de las entidades de crédito, la incorporación del método de adquisición constituye la piedra angular de la consolidación, fijando los criterios generales para integrar los activos y pasivos de las sociedades dependientes en las cuentas consolidadas en la fecha de toma de control. Las restantes novedades son similares a las ya citadas para aquellas entidades.

Por otro lado, se adapta el contenido del Plan de Contabilidad al Reglamento 1004/2008, de la Comisión, por el que se modifica el Reglamento 1725/2003, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad, y en particular las modificaciones de las NIC 39 y NIIF 7 aprobadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) de 13 de octubre de 2008. La adaptación consiste en una revisión parcial de la norma de registro y valoración 8.<sup>a</sup> (instrumentos financieros) en materia de reclasificaciones de activos financieros, incluyendo, a este respecto, información adicional y complementaria en la memoria de las cuentas anuales.

El Real Decreto entró en vigor el 31 de diciembre y resultará de aplicación a las cuentas anuales individuales de los ejercicios que se inicien a partir del 1 de enero de 2010. En caso de que las

<sup>47</sup>. En caso de que el accionista tuviera intención de reducir su nivel de participación de modo que vuelva a situarse de nuevo por debajo del umbral traspasado, en un plazo inferior a tres meses, deberá detallar la forma en que la reducción pretende llevarse a cabo, así como el compromiso de no ejercer los derechos de voto correspondientes a las acciones en exceso. <sup>48</sup>. Básicamente, la lista que figura en el anejo II se refiere a la siguiente información: identidad de las personas físicas o jurídicas; descripción detallada de sus actividades; relación, en su caso, de las personas que integran el consejo de administración u órgano equivalente, así como de sus altos directivos; información relevante para la valoración de la honorabilidad; descripción de los vínculos o relaciones, financieras (créditos, garantías, pignoraciones) o no financieras (entre otras, relaciones familiares), y descripción de cualquier otro vínculo, interés, relación o actividad que pueda generar un conflicto de intereses con la entidad aseguradora, reaseguradora o el grupo al que pertenezca; y, en este caso, las medidas que se habrán de adoptar para la solución de dicho conflicto de intereses. <sup>49</sup>. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, octubre de 2008, Banco de España, pp. 146 y 147.

entidades incluyan información comparativa del ejercicio anterior adaptada a los nuevos criterios, la fecha de primera aplicación sería la de un año anterior, es decir, el 1 de enero de 2009.

**Mercados secundarios  
oficiales de futuros,  
opciones y otros  
instrumentos financieros  
derivados: nueva  
normativa**

Se ha publicado el *Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre* (BOE del 16), por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, que deroga la normativa anterior contenida en el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre<sup>50</sup>.

Los objetivos de esta norma son: equiparar la regulación a los estándares normativos propios de los mercados internacionales de nuestro entorno; facilitar la introducción de nuevos productos, servicios y líneas de negocio en los mercados españoles de instrumentos financieros derivados; reducir el riesgo sistémico asociado principalmente a la compensación y liquidación de los contratos de instrumentos financieros derivados y, por último, contribuir a la profundización del mercado único europeo con el establecimiento de acuerdos y conexiones con otros mercados de derivados de nuestro entorno que favorezcan la interoperabilidad, las ganancias de eficiencia y la posibilidad de elección de infraestructuras de mercado por parte de sus usuarios.

A continuación se reseñan las novedades más destacables del Real Decreto.

AMPLIACIÓN DEL ÁMBITO  
DE APLICACIÓN

Se amplían los productos negociables y registrables en estos mercados, que no solo se circunscriben a futuros u opciones, sino que comprenden también todos los instrumentos financieros derivados, definidos en la Ley 24/1988, de 28 de julio<sup>51</sup>, del Mercado de Valores, cualquiera que sea el activo subyacente.

Se prevé la posibilidad de que la sociedad rectora del mercado pueda ofrecer servicios de negociación, de registro, de compensación, de liquidación, y de contrapartida. Además, la sociedad rectora podrá realizar la actividad de contrapartida central, de acuerdo con las previsiones de la Ley del Mercado de Valores, con las particularidades y en los términos que, en su caso, se establezcan en el reglamento del mercado<sup>52</sup>.

Igualmente, se prevé que la sociedad rectora pueda realizar funciones de contrapartida respecto de los contratos negociados en mercados o en sistemas de negociación, no gestionados por la sociedad rectora, con los que esta haya celebrado los oportunos acuerdos para llevar a cabo las funciones de cámara de contrapartida central, según lo que se haya previsto en el reglamento propio de dicho mercado o sistema de negociación.

ACTUALIZACIÓN DEL  
REGLAMENTO DEL MERCADO

Se actualiza el contenido del reglamento del mercado y de las condiciones generales de los contratos, suprimiéndose algunas menciones, tales como las modalidades de órdenes y los horarios de contratación.

Se suprime la preceptiva intervención de los organismos rectores de los mercados donde se negocie el subyacente de los futuros y opciones<sup>53</sup>. Dicha suspensión solo se hará a instancias

50. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1991», *Boletín Económico*, enero de 1992, Banco de España, pp. 63 y 64. 51. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62. 52. En el ejercicio de dicha actividad, la sociedad rectora podrá establecer acuerdos con otras entidades residentes y no residentes cuyas funciones sean análogas o que gestionen sistemas de compensación y liquidación de valores, participar en el accionariado de dichas entidades o admitir a las mismas como accionistas. Dichos acuerdos requerirán la aprobación previa de la CNMV o, en su caso, del Gobierno. 53. En la anterior normativa, el Ministerio de Economía y Hacienda, por razones de política económica, previo informe o a propuesta de la CNMV, con informe de los organismos rectores de los mercados de futuros y opciones financieros y de los mercados en que se negocian los activos que sirvan de base a los futuros u opciones, podía suspender la negociación de uno o más contratos negociados, o incluso suspender temporalmente toda actividad en los mismos, cuando concurrieran circunstancias especiales que pudieran perturbar seriamente el normal desarrollo de las operaciones en el mismo.

de la CNMV cuando concurren circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones en el mercado o aconsejen dicha medida en aras de la protección de los inversores.

En el reglamento del mercado se prevé la existencia de un desdoblamiento del registro central en varios registros de detalle correspondientes a los contratos de los clientes de los miembros del mercado<sup>54</sup>.

Por otro lado, se suprime la exigencia de que cada mercado de futuros y opciones cuente con su propia sociedad rectora, y se actualiza su definición en los términos que establece la Ley del Mercado de Valores.

#### SOCIEDADES RECTORAS

Se refuerzan los recursos propios de las sociedades rectoras, que no deberán ser inferiores a 18 millones de euros (antes se exigían 9 millones de euros) ni a la suma de las garantías aportadas por la sociedad rectora. No obstante, se prevé que el Ministerio de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la CNMV podrán determinar una cantidad mínima de recursos propios inferior, atendiendo a las características del mercado de que se trate y a la suficiencia de dichos recursos propios y su grado de liquidez, de acuerdo con los riesgos que asume en cada momento y las pruebas de tensión y otras técnicas similares que utilice.

#### MIEMBROS DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE FUTUROS Y OPCIONES

Se actualizan las entidades que pueden adquirir la condición de miembro del mercado, y la regulación del acceso a dicha condición, que se seguirá otorgando por la sociedad rectora. Como novedad, se concretan las condiciones para acceder a la condición de miembro con capacidad restringida a la negociación y solicitud de registro a efectos de contrapartida exclusivamente en relación con futuros y opciones y otros instrumentos financieros con subyacente no financiero<sup>55</sup>.

Igualmente, en los casos en que la sociedad rectora lleve a cabo funciones de contrapartida central, se contempla la posibilidad de que adquieran la condición de miembro las entidades encargadas de la depositaría central de valores y otras cámaras de contrapartida central. En todo caso, la sociedad rectora podrá rechazar la participación de aquellas entidades que no admitan, en términos de reciprocidad, la participación de la sociedad rectora en sus sistemas.

#### RÉGIMEN DE GARANTÍAS

Se actualiza la normativa referente a las garantías del propio mercado que deberán constituirse por los miembros y por los clientes. Estas van en función de las posiciones abiertas que tengan contraídas o de las que sean responsables, la categoría de miembro de que se trate y las funciones que desarrollen dichos miembros, conforme establezca el reglamento del mercado.

Además, se establece un régimen de garantía colectiva, que será obligatorio para todas o, en su caso, para alguna categoría de miembros. El reglamento del mercado deberá concretar los criterios para determinar los miembros obligados a realizar aportaciones, los criterios para determinar los importes de dichas aportaciones y la finalidad de las mismas<sup>56</sup>.

---

**54.** De este modo, el registro contable de los contratos estará formado por un registro central (sistema actual), a cargo de la sociedad rectora, y por los registros de detalle, a cargo de los miembros autorizados para llevarlos. Estos deberán cumplir los requisitos que se establezcan en el reglamento del mercado para gestionar dichos registros, sin perjuicio de las obligaciones que les impone la norma para la llevanza de dichos registros. **55.** Así, deberán: a) gozar de reconocida y acreditada experiencia y profesionalidad en el sector propio del activo subyacente no financiero correspondiente; b) contar con unos recursos propios mínimos de 50.000 euros; c) disponer de las medidas de organización necesarias para desarrollar adecuadamente la función de miembro del mercado, y d) cumplir con los requisitos adicionales de solvencia, organización y especialidad que la sociedad rectora establezca. **56.** También se prevé que el reglamento del mercado pueda establecer un régimen de aportación de garantías por parte de la sociedad rectora atendiendo a las funciones que realice, a la naturaleza de los contratos que sean objeto de registro, negociación, compensación y liquidación y contrapartida, a las categorías de miembros que participen en el mercado y a las funciones que desarrollen.

Finalmente, se establecen los principios básicos que debe respetar el régimen de incumplimientos de los miembros y de los clientes, que se recogerá en dicho reglamento. En concreto, se determinan las causas de incumplimiento, las medidas que se deben adoptar, así como los procedimientos y las actuaciones que corresponda llevar a cabo a la sociedad rectora o a los miembros del mercado. En caso de incumplimiento, las medidas pueden consistir en la suspensión temporal del miembro o cliente, el cierre o el traslado de contratos registrados, la ejecución de las garantías constituidas y, en última instancia, la pérdida de la condición de miembro o cliente.

El Real Decreto entró en vigor el 17 de octubre, aunque los mercados de futuros y opciones financieros autorizados disponen de un período de adaptación a la norma de seis meses desde dicha fecha.

**Entidades de capital-  
riesgo: actualización  
de determinados  
procedimientos  
administrativos  
y autorizaciones**

Se ha publicado la *Circular 3/2010, de 14 de octubre* (BOE del 29), de la CNMV, sobre los procedimientos administrativos de autorización de las entidades de capital-riesgo (ECR) y de sus sociedades gestoras (SGEGR), de las modificaciones de sus reglamentos y estatutos, y de la comunicación de los cambios de consejeros y directivos. Sustituye a la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la CNMV, con el fin de adaptar su contenido al nuevo marco jurídico establecido por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre<sup>57</sup>, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

La tramitación de los proyectos de constitución de las ECR y las SGEGR se presentará ante la CNMV, la cual, una vez haya verificado que el proyecto planteado reúne los requisitos exigidos en la normativa vigente, emitirá la preceptiva autorización administrativa previa. No obstante, en el caso de los fondos de capital riesgo (FCR) que no vayan a constituirse mediante escritura pública, se podrá solicitar que la CNMV acuerde en un solo acto la autorización del fondo y su inscripción en el correspondiente registro administrativo<sup>58</sup>.

Se actualiza y se amplía la información que debe contener el reglamento de gestión o de estatutos sociales. En concreto, además de lo recogido en la normativa anterior, deberán figurar las características básicas de las participaciones, con indicación del régimen de emisión y de reembolso de las participaciones, la periodicidad con la que habrá de calcularse el valor de las participaciones a efectos de suscripciones y reembolsos, y las causas de disolución del FCR y normas para su liquidación, indicando la forma de distribuir en tal caso el patrimonio, así como los requisitos de publicidad que previamente habrán de cumplirse.

Se refuerzan las condiciones de honorabilidad comercial, empresarial o profesional para cada una de las personas que accedan a cargos de la alta administración (consejeros, directores generales o cargos asimilados) de la sociedad de capital riesgo (SCR), y se exige la existencia de un reglamento interno de conducta.

Se añade, como novedad, la exigencia de un manual de prevención de blanqueo de capitales, a efectos de que la CNMV recabe el informe preceptivo del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias en cuanto a la idoneidad de los procedimientos incluidos en el referido manual<sup>59</sup>.

---

57. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 133-137. 58. Anteriormente, en todos los casos, una vez la CNMV haya verificado que el proyecto planteado reúne los requisitos exigidos en la normativa vigente, remitía al Ministerio de Economía y Hacienda el correspondiente informe y propuesta de autorización acompañada de la documentación presentada al efecto. 59. La Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, incluyó a las SGEGR y a las SCR cuya gestión no esté encomendada a una sociedad gestora como entidades sujetas a las obligaciones establecidas en esta Ley. Por ello, son exigibles a estas entidades procedimientos y órganos para la prevención del blanqueo de capitales.

Para las modificaciones de reglamentos de gestión o estatutos sociales, en general se exige el mismo procedimiento previsto para su autorización y requerirá, entre otros aspectos, una descripción justificativa de los motivos de las modificaciones estatutarias o reglamentarias solicitadas.

A diferencia de la normativa anterior, se establece una serie de modificaciones de los reglamentos de gestión o de los estatutos sociales de las ECR considerados de escasa relevancia, que no precisan autorización previa, como el cambio de domicilio o el cambio de denominación, las ampliaciones de capital con cargo a reservas de las SCR y las ampliaciones de patrimonio de los FCR hasta alcanzar el patrimonio comprometido.

La Circular entró en vigor el 30 de octubre.

**Fondos de titulación:  
actualización de las  
normas contables,  
cuentas anuales  
y estados financieros**

Se ha publicado la *Circular 4/2010, de 14 de octubre* (BOE del 5 de noviembre), de la CNMV, que modifica la *Circular 2/2009, de 25 de marzo*<sup>60</sup>, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulación.

La novedad más importante de la norma es la modificación, por motivos fiscales, de la norma 13.<sup>a</sup>, relativa al deterioro de los activos titulizados.

Hasta la modificación, la norma 13.<sup>a</sup>, de deterioro, de la Circular 2/2009 establecía que, para la determinación de las pérdidas por deterioro de los activos financieros, se podrían utilizar modelos basados en métodos estadísticos. La modificación aprobada por la CNMV concreta los modelos estadísticos, estableciendo una metodología próxima a la fijada actualmente por el Banco de España en su anejo IX de la CBE 4/2004, en lo que respecta a la cobertura específica de activos dudosos por razones de la morosidad del cliente<sup>61</sup>.

En este sentido, se introduce un tratamiento general que consiste en aplicar determinados porcentajes de deterioro en función de la antigüedad de la deuda vencida e impagada<sup>62</sup> de una misma operación, de forma que la provisión alcance el 100 % a partir de 12 meses de antigüedad.

Se establecen tratamientos específicos para las operaciones con garantía inmobiliaria, las de arrendamiento financiero, las que cuenten con ciertas garantías pignoraticias, y los activos financieros disponibles para la venta. En las primeras, el deterioro de los activos financieros calificados como dudosos se estimará según la naturaleza del bien sobre el que recae el derecho real<sup>63</sup>. En las segundas, se aplicarán los mismos criterios que en el caso anterior si el arrendamiento financiero recae sobre un activo inmobiliario. Si recae sobre uno mobiliario, la pérdida será la estimada, que será, como mínimo, la diferencia entre el valor en libros de los activos financieros y el 75 % del valor razonable de los bienes sujetos a arrendamiento financiero.

En las operaciones pignoraticias específicas que cuenten con garantías dinerarias parciales se cubrirán aplicando los porcentajes de cobertura señalados en el tratamiento general a la dife-

---

60. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2009», *Boletín Económico*, abril de 2009, Banco de España, pp. 165 y 166. 61. La metodología está basada en la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, modificada por la CBE 3/2010, de 29 de junio, para permitir un tratamiento compatible con el empleado por entidades con similares activos. 62. Concretamente, el 25 % del activo dudoso hasta 6 meses del impago de la primera cuota; el 50 % hasta 9 meses; el 75 % hasta 12 meses, y el 100 % del activo a partir de esta de fecha. 63. La estimación del valor de los derechos recibidos en garantía será, como máximo, el valor de tasación, ponderado por un 80 % para las viviendas terminadas de residencia habitual del prestatario; por un 70 % para las fincas rústicas en explotación, y oficinas, locales y naves polivalentes terminados; por un 60 %, para el resto de viviendas terminadas; y por un 50 %, para parcelas, solares y resto de activos inmobiliarios.

rencia entre el importe por el que estén registradas en el activo y el valor actual de los depósitos. Las que cuenten con garantías pignoraticias parciales sobre participaciones en instituciones financieras monetarias o valores representativos de deuda pública u otros instrumentos financieros cotizados en mercados activos se cubrirán aplicando dichos porcentajes a la diferencia entre el importe por el que estén registradas en el activo y el 90 % del valor razonable de los citados instrumentos financieros.

Finalmente, las pérdidas por deterioro en valores incluidos en la cartera de activos financieros disponibles para la venta serán igual a la diferencia positiva entre su coste de adquisición, neto de cualquier amortización del principal y su valor razonable, menos cualquier pérdida por deterioro previamente reconocida en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Por último, la norma actualiza ciertos anejos de la Circular 2/2009, como consecuencia de la modificación de las normas relativas al deterioro de los activos, e introduce determinadas modificaciones en los estados financieros públicos que remiten a la CNMV que facilitan su cumplimentación.

La Circular entró en vigor el 6 de noviembre.

### **Sistema Europeo de Supervisores Financieros**

Se han publicado el *Reglamento 1092/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la UE, y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), y el *Reglamento 1096/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), por el que se encomienda al Banco Central Europeo (BCE) una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la JERS.

Además, se han publicado el *Reglamento 1093/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea); el *Reglamento 1094/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación); el *Reglamento 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados); y la *Directiva 2010/78/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), por la que se modifican las directivas 1998/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión.

La novedad más relevante de este conjunto de normativa es la creación del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF). Su principal objetivo será garantizar la correcta aplicación de la normativa correspondiente al sector financiero, preservar su estabilidad y confianza, así como garantizar una protección adecuada y suficiente para los consumidores de los servicios financieros.

El SESF estará compuesto por las tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión (AES) antes citadas, la JERS, el Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión (Comité Mixto) y las autoridades competentes de supervisión de los Estados miembros.

El Comité Mixto estará integrado por la AES y la JERS. Las primeras cooperarán de manera regular y estrecha con la JERS, asegurando la coherencia intersectorial de las actividades y



alcanzando posiciones comunes en el ámbito de la supervisión de los conglomerados financieros y en otros asuntos intersectoriales.

Las AES sustituyen al Comité de Supervisores Bancarios Europeos<sup>64</sup>, al Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación<sup>65</sup> y al Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores<sup>66</sup>, respectivamente. Asimismo, asumen todas las funciones y competencias de dichos comités; entre ellas, la continuación del trabajo y de los proyectos en curso, cuando proceda.

Su principal objetivo consiste en garantizar la correcta aplicación de la normativa correspondiente al sector financiero con idénticos fines que el SESF. En especial, contribuirán a: a) mejorar el funcionamiento del mercado interior, en particular con un nivel sólido, efectivo y coherente de regulación y supervisión; b) velar por la integridad, la transparencia, la eficiencia y el correcto funcionamiento de los mercados financieros; c) reforzar la coordinación de la supervisión internacional; d) evitar el arbitraje regulatorio y promover la igualdad de condiciones de competencia; e) garantizar que los riesgos de crédito y otro tipo están regulados y supervisados de la forma adecuada, y f) reforzar la protección del consumidor.

En el ejercicio de sus funciones, prestarán especial atención a todo riesgo sistémico<sup>67</sup> potencial planteado por las entidades financieras, cuya quiebra o mal funcionamiento pueda socavar el funcionamiento del sistema financiero o de la economía real.

Las AES se crearon el 1 de enero<sup>68</sup>, y estarán compuestas, cada una de ellas, por una junta de supervisores, un consejo de administración, un presidente, un director ejecutivo, y una sala de recurso.

En sus reglamentos respectivos se detallan pormenorizadamente las funciones y las competencias de las AES. Entre ellas, cabe reseñar las siguientes: a) contribuir al establecimiento de normas y prácticas reguladoras y de supervisión comunes, en particular emitiendo dictámenes dirigidos a las instituciones de la UE; b) elaborar directrices, recomendaciones y proyectos de normas técnicas de regulación y de ejecución; c) contribuir a la aplicación coherente de los actos jurídicamente vinculantes de la UE, en particular la instauración de una cultura de supervisión común; d) supervisar y evaluar la evolución del mercado en su ámbito de competencia, incluida, cuando proceda, la evolución del crédito a hogares y a pymes, y e) promover la protección de los depositantes e inversores.

Respecto a las funciones relacionadas con la protección de los consumidores, promoverán la transparencia, la sencillez y la equidad respecto de productos o servicios financieros destinados a los consumidores en todo el mercado interior, en particular: a) recopilando y analizando datos e informando sobre la evolución de los hábitos de los consumidores; b) revisando y coordinando los conocimientos en materia financiera y las iniciativas de formación a cargo de las autoridades competentes; c) desarrollando normas de formación para el sector industrial, y d) contribuyendo al desarrollo de normas comunes de divulgación.

---

<sup>64</sup>. Fue creado en virtud de la Decisión 2009/78/CE, de la Comisión. <sup>65</sup>. Fue creado en virtud de la Decisión 2009/79/CE, de la Comisión. <sup>66</sup>. Fue creado en virtud de la Decisión 2009/77/CE, de la Comisión. <sup>67</sup>. El riesgo sistémico es un riesgo de perturbación del sistema financiero, que puede tener repercusiones negativas graves sobre el mercado interior y la economía real. Todos los tipos de intermediarios, mercados e infraestructuras financieros pueden ser sistémicamente importantes en cierto grado. <sup>68</sup>. La Autoridad Bancaria Europea tendrá su sede en Londres, la Autoridad Europea de Valores y Mercados en París, y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación la tendrá en Fráncfort del Meno.

Las AES podrán adoptar directrices y recomendaciones dirigidas a las autoridades competentes o a las entidades financieras y participantes de los mercados con vistas a promover la seguridad y la solidez de los mercados, la convergencia de las prácticas reguladoras y establecer políticas de supervisión coherentes, eficaces y efectivas. Podrán prohibir o restringir temporalmente determinadas actividades financieras que amenacen el funcionamiento correcto y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad de la totalidad o de parte del sistema financiero de la UE.

Como actuaciones de emergencia, en caso de evoluciones adversas que puedan comprometer gravemente el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad del conjunto o una parte del sistema financiero de la UE, facilitarán y coordinarán cuantas acciones acometan las autoridades nacionales de supervisión de los Estados miembros. Llegado el caso, bajo ciertas condiciones, las AES podrán instar a las autoridades competentes a que tomen las medidas necesarias para abordar la situación. Si estas no las cumplen, podrán adoptar decisiones dirigidas a las entidades financieras que les sean directamente aplicables en los ámbitos del Derecho de la UE, incluido el cese de una práctica financiera, cuando sea necesario para remediar urgentemente la situación.

JUNTA EUROPEA DE RIESGO  
SISTÉMICO (JERS)

La JERS<sup>69</sup> garantizará la supervisión del sistema financiero de la UE, asumiendo la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la UE, con el fin de prevenir o mitigar el riesgo sistémico, así como evitar episodios de perturbaciones financieras generalizadas.

La JERS contará con una junta general, un comité director, una secretaría, un comité científico consultivo y un comité técnico consultivo. Desempeñará, entre otras, las siguientes funciones: a) determinar, recopilar y analizar toda la información pertinente y necesaria para el cumplimiento de sus objetivos; b) identificar y priorizar los riesgos sistémicos; c) emitir avisos cuando dichos riesgos sistémicos se consideren significativos, y, en caso necesario, hacer públicos dichos avisos; d) formular recomendaciones para la adopción de medidas correctoras en respuesta a los riesgos detectados, y, en su caso, hacer públicas dichas recomendaciones, y g) colaborar estrechamente con todas las demás partes en el SESF, y en particular proporcionar a las AES la información sobre riesgos sistémicos necesaria para el desempeño de su cometido.

Cuando se prevean riesgos significativos en el sistema financiero, la JERS emitirá un aviso y, en su caso, formulará recomendaciones para la adopción de medidas correctoras, incluidas, si procede, iniciativas legislativas. Estos avisos podrán ser de carácter general o específico, e irán dirigidos, en particular, a la UE en su conjunto, a uno o a varios Estados miembros, a una o a varias de las AES, o a una o a varias autoridades nacionales de supervisión.

La JERS, en estrecha cooperación con las otras partes del SESF, elaborará un sistema de códigos de colores que corresponda a las situaciones de diferentes niveles de riesgo, con el fin de clasificarlos por orden de gravedad.

Por su parte, el BCE asumirá las funciones de la secretaría de la JERS, proporcionando apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo. Entre otras funciones, le corresponde la recopilación y el tratamiento de información, incluida la de carácter estadístico que el JERS determine. También realizará los análisis necesarios para el desempeño de las funciones que incumben a la JERS. Finalmente, pondrá a disposición de las AES la información sobre riesgos que estas requieran para el desarrollo de su cometido.

---

69. La JERS tendrá su sede en Fráncfort del Meno.



**Modificación de la normativa europea sobre las ofertas públicas y sobre la admisión a cotización de valores**

Los reglamentos entraron en vigor el 16 de diciembre (con aplicación, en general, a partir de 1 de enero), y La Directiva 2010/78/UE lo hizo el 4 de enero.

Se ha publicado la *Directiva 2010/73/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 11 de diciembre), por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y la Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

En lo referente a la Directiva 2003/71, se introducen las siguientes novedades. El importe mínimo de los valores incluidos en una oferta a partir del cual resulta de aplicación la Directiva se amplía de 2,5 a 5 millones de euros, quedando las ofertas por importes inferiores fuera de su ámbito de aplicación. Del mismo modo, también se incrementa de 50 a 75 millones de euros el importe total de la oferta de valores no participativos emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito, a partir del cual resulta de aplicación la Directiva.

Se amplía el límite para que sea obligatoria la publicación de un folleto para las ofertas de valores dirigidas a inversores individuales, que ahora se establece en la adquisición de valores por valor de 100.000 euros por inversor (antes el límite era de 50.000 euros).

A efectos de la colocación privada de valores, se amplía la definición de inversores cualificados para incluir a los clientes profesionales ya existentes de conformidad con la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

Respecto al contenido del folleto, este contendrá información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser ofertados al público, junto con una *nota de síntesis*, que será concisa y aportará información fundamental en la lengua en que se haya redactado originalmente el folleto. No obstante, no será obligatorio incluir dicha nota en los casos en que el folleto se refiera a la admisión a cotización en un mercado regulado de valores no participativos de una denominación igual o superior a 100.000 euros (antes, 50.000 euros).

Se introduce la posibilidad de que el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a cotización en un mercado regulado omitan información sobre el garante en el folleto cuando los valores estén garantizados por un Estado miembro.

En relación con la Directiva 2004/109/CE, se introducen las siguientes modificaciones. Dentro de las exenciones a su ámbito de aplicación, continúan figurando los emisores que emitan exclusivamente obligaciones admitidas a cotización en un mercado regulado, pero cuyo valor nominal unitario ahora pasa de 50.000 a 100.000 euros, así como las obligaciones no denominadas en euros, cuyo valor nominal unitario en la fecha de emisión sea equivalente a 100.000 euros como mínimo (antes, 50 000 euros). No obstante, de manera transitoria, se mantienen los importes anteriores para las obligaciones que ya hubieran sido admitidas a cotización en un mercado regulado de la UE antes del 31 de diciembre de 2010.

Cuando solo vaya a invitarse a una reunión a los titulares de obligaciones de un valor nominal unitario de, al menos, 100.000 euros (antes, 50.000 euros) o, en el caso de las obligaciones no denominadas en euros, de un valor nominal unitario que sea, en la fecha de emisión, equivalente a 100.000 euros como mínimo (antes, 50.000 euros), el emisor podrá elegir como lu-

gar de reunión cualquier Estado miembro, a condición de que en dicho Estado miembro pueda disponerse de todos los mecanismos y de la información necesarios para permitir que los titulares de obligaciones ejerzan sus derechos. Del mismo modo, se mantienen, de manera transitoria, los importes anteriores para aquellas obligaciones que ya hubieran sido admitidas a cotización en un mercado regulado de la Unión antes del 31 de diciembre de 2010, durante todo el tiempo en el que las obligaciones sean exigibles.

La Directiva entró en vigor el 31 de diciembre, y los Estados miembros pondrán en vigor sus disposiciones antes del 1 de julio de 2012.

**Directiva comunitaria  
sobre la supervisión  
de las políticas de  
remuneración, la cartera  
de negociación  
y las retitulizaciones**

Se ha publicado la *Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 14 de diciembre), por la que se modifican las directivas 2006/48/CE<sup>70</sup> y 2006/49/CE<sup>71</sup> en lo que respecta a la supervisión de las políticas de remuneración y a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones.

SUPERVISIÓN DE LAS POLÍTICAS  
DE REMUNERACIÓN

A fin de subsanar el efecto potencialmente perjudicial de unas estructuras de remuneración mal concebidas, se revisan y se amplían los requisitos impuestos a las entidades de crédito y a las empresas de inversión (en adelante, las entidades) por la Directiva 2006/48/CE, de contar con sistemas, estrategias, procedimientos y mecanismos para la gestión eficaz de sus riesgos, de modo que se les impone la obligación de establecer y mantener políticas y prácticas en materia de remuneración, al menos para aquellas categorías de empleados cuyas actividades profesionales inciden de manera importante en su perfil de riesgo, que sean compatibles con una gestión eficaz del mismo.

Entre estas categorías de empleados deben encontrarse, al menos, los altos directivos, los empleados que asumen riesgos (*risk takers*) y los que ejercen funciones de control, así como cualquier otro empleado cuya remuneración total, incluidas las disposiciones en materia de beneficios discrecionales de pensiones, se sitúen en el mismo rango de remuneración que los primeros.

Atendiendo al principio de proporcionalidad, las políticas y prácticas en materia de remuneración deben aplicarse a todos los aspectos de la remuneración, incluidos los sueldos, los beneficios discrecionales de pensiones<sup>72</sup> y otros beneficios similares.

En aplicación de dicho principio de proporcionalidad, solo a las entidades que tengan una importancia considerable por su tamaño y organización interna, y por la naturaleza, el alcance y la complejidad de sus actividades, se les exige que establezcan un *comité de remuneraciones* como parte integrante de su estructura de gobernanza y de su organización.

Por otro lado, la valoración de los componentes de la remuneración basados en el rendimiento debe ajustarse a los resultados a largo plazo y ha de tener en cuenta los riesgos vivos asociados a esos resultados. La evaluación de estos últimos tiene que inscribirse en un marco plurianual, entre tres y cinco años como mínimo, para poder garantizar que en ella se atiende a los resultados a largo plazo y que el pago efectivo de los componentes basados en el rendimiento se reparta a lo largo del ciclo económico de las entidades.

70. 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. 71. La Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito. 72. Por «beneficios discrecionales de pensiones» deben entenderse los pagos discrecionales concedidos por una entidad de crédito o una empresa de inversión a un empleado sobre una base individual efectuados con referencia a la jubilación o en previsión de la misma y que puedan asimilarse a remuneración variable.

Una parte sustancial de la remuneración variable, de entre el 40 % y el 60 %, debe aplazarse a lo largo de un período adecuado de tiempo. Además, una parte sustancial de la remuneración variable debe consistir en acciones u otros instrumentos vinculados con las acciones, en función de la estructura jurídica de las entidades. En caso de que no coticen en bolsa, consistirá en otros instrumentos no pecuniarios y, si procede, en instrumentos financieros a largo plazo que reflejen adecuadamente la calificación crediticia de la entidad.

Las entidades deben cerciorarse de que el total de la remuneración variable no limite su capacidad de reforzar su base de capital. Si ello ocurre, las autoridades nacionales competentes quedan facultadas para limitar la citada remuneración en forma de porcentaje de los ingresos netos totales. Asimismo, se otorgan facultades a las autoridades para imponer a las entidades, cuando la situación lo requiera, ciertas medidas cualitativas o cuantitativas destinadas a resolver los problemas que puedan presentar sus políticas de remuneración. Entre las medidas cualitativas, cabe citar la posibilidad de exigirles una reducción del riesgo inherente a sus actividades, productos o sistemas, incluidas la introducción de cambios en sus estructuras de remuneración o la congelación de las partes variables de la remuneración. Entre las cuantitativas, debe mencionarse la posible exigencia de disponer de fondos propios adicionales. En caso de incumplimiento, deberán imponer o aplicar sanciones u otras medidas, ya sean financieras o de otra índole, que deberán ser eficaces, proporcionadas y disuasorias.

Finalmente, las entidades deberán divulgar información detallada sobre sus políticas y prácticas de remuneración, así como sobre los importes (en términos agregados por razones de confidencialidad) para esos miembros del personal cuyas actividades profesionales tengan una incidencia significativa en el perfil de riesgo de la entidad de crédito o de la empresa de inversión. Esta información debe ponerse a disposición de todas las partes interesadas: accionistas, empleados y público en general.

#### CARTERA DE NEGOCIACIÓN Y RETITULIZACIONES

Las disposiciones sobre valoración prudente de la Directiva 2006/49/CE se hacen extensibles a todos los instrumentos valorados al *valor razonable*, con independencia de que figuren en la cartera de negociación o en la cartera de inversión de las entidades. En el supuesto de que la aplicación de dicho criterio llevara a un valor contable inferior al importe realmente reconocido en la contabilidad, habrá de deducirse de los fondos propios la diferencia.

Se refuerzan los criterios aplicados a los modelos internos para calcular los requisitos de capital frente al riesgo de mercado. Del mismo modo, se limita la aplicación de los modelos internos para calcular los riesgos de titulación de la cartera de negociación, y se impone una exigencia de capital estándar por defecto en relación con las posiciones de titulación en dicha cartera.

Se amplían un año más, es decir, hasta el 31 de diciembre de 2011, las normas transitorias sobre suelos que se venían aplicando a las entidades de crédito que calculan las exposiciones ponderadas por riesgo conforme al método basado en calificaciones internas o a los métodos de medición avanzada.

Los requerimientos de capital por riesgo específico aplicables a las posiciones de titulación se igualan a los requisitos de capital para la cartera de inversión, ya que estos últimos hacen posible un tratamiento más diferenciado y sensible al riesgo de las posiciones de titulación.

También en el ámbito de la titulación, se refuerzan las obligaciones de divulgación de información de las entidades, las cuales deben, en particular, tomar en consideración los riesgos de las posiciones de titulación de dicha cartera de negociación.

Se introduce la figura de la retitulización, que es una titulación en la cual el riesgo asociado a un conjunto de exposiciones subyacente está dividido en tramos y al menos una de las exposiciones subyacentes es una posición en una titulación. Las entidades de crédito que invierten en retitulizaciones están obligadas a realizar un proceso de diligencia debida con respecto a las titulaciones subyacentes y a las exposiciones no consistentes en titulaciones que representen el subyacente último de aquellas.

Asimismo, deberán evaluar si las exposiciones en el contexto de los programas de activos respaldados con pagarés constituyen exposiciones de retitulización, incluidas las que se generan en el contexto de programas que adquieren tramos preferentes de conjuntos separados de partes de préstamos en los que ninguno de los préstamos correspondientes constituye una exposición de titulación o retitulización, y en los que el vendedor de los préstamos proporciona la protección frente a la primera pérdida para cada inversión.

Se permite a las entidades que puedan elegir entre aplicar a las posiciones de titulación (incluidas las posiciones de retitulización) una ponderación de riesgo del 1.250 % o deducirlas de los fondos propios, con independencia de que tales posiciones pertenezcan a la cartera de negociación o a la de inversión.

Por último, se amplían las facultades otorgadas a la Comisión Europea para que realice las adaptaciones técnicas oportunas de ambas directivas con el fin de asegurar su adecuada aplicación, así como de tener en cuenta la evolución de los mercados financieros.

La Directiva entró en vigor el 15 de diciembre.

**Modificación de las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas y del Plan General de Contabilidad**

Se ha publicado el *Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre* (BOE del 24), que deroga el Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas y se modifican el PGC, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre<sup>73</sup>, y el PGCPYME, aprobado por Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre<sup>74</sup>.

Su finalidad es transponer los reglamentos 494/2009 y 495/2009, de la Comisión, de 3 de junio, que modifican el Reglamento 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, de conformidad con el Reglamento 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo, respectivamente, a la NIC 27, «Estados financieros consolidados y separados», y a la NIIF 3, «Combinaciones de negocios».

Las nuevas normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas se estructuran, como las anteriores, en seis capítulos: I) sujetos de la consolidación; II) obligación de consolidar, métodos de consolidación y procedimiento de puesta en equivalencia; III) método de integración global; IV) método de integración proporcional y procedimiento de puesta en equivalencia; V) otras normas aplicables a la consolidación, y VI) las normas para la elaboración de las cuentas anuales consolidadas.

Es reseñable que las normas de consolidación regulan los criterios para contabilizar la eliminación inversión-patrimonio neto por remisión al *método de adquisición* regulado en el PGC, con las necesarias adaptaciones y precisiones por razón del sujeto consolidado.

73. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 155-157. 74. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 157 y 158.

La aplicación del método de adquisición, regulado en la norma de registro y valoración 19.<sup>a</sup>, «Combinaciones de negocios», del PGC<sup>75</sup>, constituye la piedra angular de la consolidación, fijando los criterios generales para integrar los activos y pasivos de las sociedades dependientes en las cuentas consolidadas en la fecha de toma de control. Una vez homogeneizados los criterios de reconocimiento y valoración de los elementos de las cuentas anuales de las sociedades del grupo, este método exige su agregación y posterior eliminación bajo la perspectiva del grupo como sujeto que informa, y no como la mera prolongación de las cuentas anuales individuales de la sociedad dominante.

El Real Decreto entró en vigor el 25 de septiembre, y resulta de aplicación para la formulación de las cuentas anuales consolidadas en el primer ejercicio que se inicie a partir del 1 de enero de 2010. En caso de que las entidades incluyan información comparativa del ejercicio anterior adaptada a los nuevos criterios, la fecha de primera aplicación sería la de un año anterior, es decir, el 1 de enero de 2009.

### **Presupuestos Generales del Estado para el año 2011**

Como es habitual en el mes de diciembre, se ha publicado la *Ley 39/2010, de 22 de diciembre* (BOE del 23), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2011. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados:

#### DEUDA DEL ESTADO

Se autoriza al Gobierno para que incremente el saldo vivo de la deuda del Estado durante 2011, con la limitación de que dicho saldo no supere el correspondiente a primeros de año en más de 43.626 millones de euros (78.136 millones de euros fue la limitación del presupuesto anterior), permitiéndose que dicho límite sea sobrepasado durante el curso del ejercicio previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, y estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado.

En lo relativo a los avales del Estado, merece especial mención la autorización de avales públicos para garantizar valores de renta fija emitidos por Fondos de Titulización de Activos, orientados a mejorar la financiación de la actividad productiva empresarial, para lo cual se establece una cuantía de 3 mm de euros (que es la misma cantidad que la fijada en el presupuesto anterior).

#### FISCALIDAD

Por lo que se refiere al IRPF, las tarifas de mínimos personales y familiares, así como las reducciones por los rendimientos del trabajo, no se han alterado. Se introduce una moderada elevación de los tipos de gravamen aplicables para las rentas superiores a 120.000 y 175.000 euros, que pasan del 43 % al 44 % y del 43 % al 45 %, respectivamente.

También se modifica la tributación de las retribuciones plurianuales, introduciendo un límite de 300.000 euros en la cuantía del rendimiento íntegro sobre la que se aplicará la reducción del 40 %<sup>76</sup>.

Se suprime la deducción por nacimiento o adopción (fijada en 2.500 euros) y se modifican las deducciones fiscales por adquisición de vivienda y por alquiler de vivienda. A tal fin, con efectos desde el 1 de enero de 2011, la deducción por inversión en vivienda habitual en el IRPF

---

<sup>75</sup>. El PGC sigue regulando el método de adquisición como única alternativa posible para registrar las combinaciones de negocios. A los efectos de identificar la empresa adquirente, se regulan los indicios que permiten advertir dicha condición en sintonía con la norma internacional de referencia y cuyo patrimonio mantendrá su valor en libros, a diferencia del adquirido, que debe contabilizarse, con carácter general, por su valor razonable. <sup>76</sup>. Antes se aplicaba de forma general una reducción del 40 % en el caso de rendimientos íntegros que tengan un período de generación superior a dos años y que no se obtengan de forma periódica o recurrente, así como aquellos que se calificaran reglamentariamente como obtenidos de forma notoriamente irregular en el tiempo.

solo será aplicable a los contribuyentes cuya base imponible sea inferior a 24.107,20 euros anuales, aunque se mantiene de forma transitoria para quienes la adquirieron antes de esa fecha. Se modifica también la deducción por alquiler de vivienda habitual, al objeto de equipararla a aquella. Además, se eleva la reducción del rendimiento neto procedente del arrendamiento de bienes inmuebles destinados a vivienda, que pasa del 50 % al 60 %. Dicha reducción será del 100 % cuando el arrendatario tenga una edad comprendida entre 18 y 30 años (antes estaba entre 18 y 35 años).

Por otro lado, se mantienen las compensaciones por la pérdida de beneficios fiscales que afectan a determinados contribuyentes con la actual Ley del IRPF, regulada por la Ley 35/2006, de 28 de noviembre. La primera establece para el año 2010 una compensación fiscal por deducción en adquisición de vivienda habitual para los contribuyentes que la hubiesen adquirido con anterioridad al 20 de enero de 2006, equivalente a la diferencia entre la deducción resultante de la aplicación de la anterior normativa de IRPF (recogida en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo<sup>77</sup>), que estuvo vigente hasta finales de 2006, y la que se obtendría con la Ley 35/2006<sup>78</sup>.

La segunda compensación fiscal afectará a los perceptores de determinados rendimientos del capital mobiliario con período de generación superior a dos años en 2010. Por un lado, a los rendimientos del capital mobiliario obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios procedentes de instrumentos financieros contratados con anterioridad a 20 de enero de 2006 se les aplicará una reducción del 40 %, al igual que se hacía con la anterior Ley del IRPF. Por otro, a los rendimientos derivados de percepciones en forma de capital diferido procedentes de seguros de vida o invalidez contratados con anterioridad al 20 de enero de 2006, a los que se les aplicará una reducción del 40 % o del 75 %, tal como estaba previsto en la anterior Ley del IRPF.

Para las transmisiones de bienes inmuebles no afectos a actividades económicas, se mantiene la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 1 %.

Otra modificación afecta a las sociedades de inversión de capital variable (SICAV). En concreto, la introducción del gravamen equivalente a las rentas del ahorro (entre el 19 % y el 21 %) en los supuestos de percepciones derivadas de las reducciones de capital social con devolución de aportaciones a los socios<sup>79</sup>, así como en el supuesto de reparto de prima de emisión de acciones a estos últimos (esta medida se aplica de forma equivalente en el impuesto sobre sociedades).

En el impuesto sobre sociedades, la principal medida que se introduce está dirigida a las pymes y tiene por objeto permitir que las entidades de reducida dimensión puedan seguir disfrutando del régimen especial que les resulta aplicable durante los tres ejercicios inmedia-

---

77. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, pp. 94 y 95. 78. Durante 2010 se pueden deducir, en términos generales, el 15 % de las cantidades satisfechas por la adquisición o rehabilitación de la vivienda habitual, con un máximo de 9.015,18 euros anuales. Mientras que en 2006, aunque se establecía la misma deducción en términos generales, cuando la adquisición se hacía con financiación ajena, en los dos años siguientes a la adquisición la deducción era del 25 % sobre los primeros 4.507,59 euros y del 15 % sobre el exceso hasta 9.015,18 euros. Con posterioridad, los porcentajes anteriores eran del 20 % y del 15 %, respectivamente. 79. En este supuesto se establece un límite, que es la mayor de las siguientes cuantías: a) el aumento del valor liquidativo de las acciones desde su adquisición o suscripción hasta el momento de la reducción de capital social, o b) cuando la reducción de capital proceda de beneficios no distribuidos, el importe de dichos beneficios. A estos efectos, se considerará que las reducciones de capital, cualquiera que sea su finalidad, afectan en primer lugar a la parte del capital social que provenga de beneficios no distribuidos, hasta su anulación. El exceso sobre el citado límite minorará el valor de adquisición de las acciones afectadas hasta su anulación. A su vez, el exceso que pudiera resultar se integrará como rendimiento del capital mobiliario procedente de la participación en los fondos propios de cualquier tipo de entidad, en la forma prevista para la distribución de la prima de emisión.

tos siguientes a aquel en que se supere el umbral de 8 millones de euros<sup>80</sup> de cifra de negocios que posibilita acogerse al régimen, medida que se extiende al supuesto de que dicho límite se sobrepase a resultas de una reestructuración empresarial, siempre que todas las entidades intervinientes tengan la antedicha condición. Se complementa con la exención por la modalidad de operaciones societarias del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados de las ampliaciones de capital que realicen en 2011 y 2012.

Además, se adapta la normativa interna al ordenamiento comunitario para adecuar la regulación de la deducción del fondo de comercio financiero, que dejará de ser aplicable para las adquisiciones de valores representativos de la participación en fondos propios de entidades residentes en otro Estado miembro de la UE realizadas a partir de 21 de diciembre de 2007.

En el impuesto sobre la renta de no residentes se modifica con el propósito de adecuar el ordenamiento interno a la jurisprudencia comunitaria. Para ello se equipara el porcentaje de participación exigido para que queden exentos los dividendos distribuidos por sociedades filiales residentes en España a sociedades matrices residentes en la Unión Europea o a sus establecimientos permanentes, con el porcentaje de participación requerido por la normativa del impuesto sobre sociedades en lo relativo a la aplicación de la deducción del 100 % para evitar la doble imposición interna en el pago de dividendos.

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero y al interés de demora, que se mantienen en el 4 % y en el 5 %, respectivamente.

10.1.2011.

---

**80.** Este importe ha subido a 10 millones de euros por el Real Decreto Ley 13/2010, de 3 de diciembre, de actuaciones en el ámbito fiscal, laboral y liberalizadoras para fomentar la inversión y la creación de empleo. Esta norma también ha mejorado los umbrales de las tarifas impositivas de dicho régimen especial. Así, el tipo de gravamen del impuesto es del 25 % por la parte de base imponible comprendida entre 0 y 300.000 euros (antes era para el tramo comprendido entre 0 y 120.202,41 euros). Por la parte de la base imponible restante, se mantiene el tipo del 30 %.

## INDICADORES ECONÓMICOS



## ÍNDICE

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

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

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

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

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES  
DE COMPETITIVIDAD

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

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

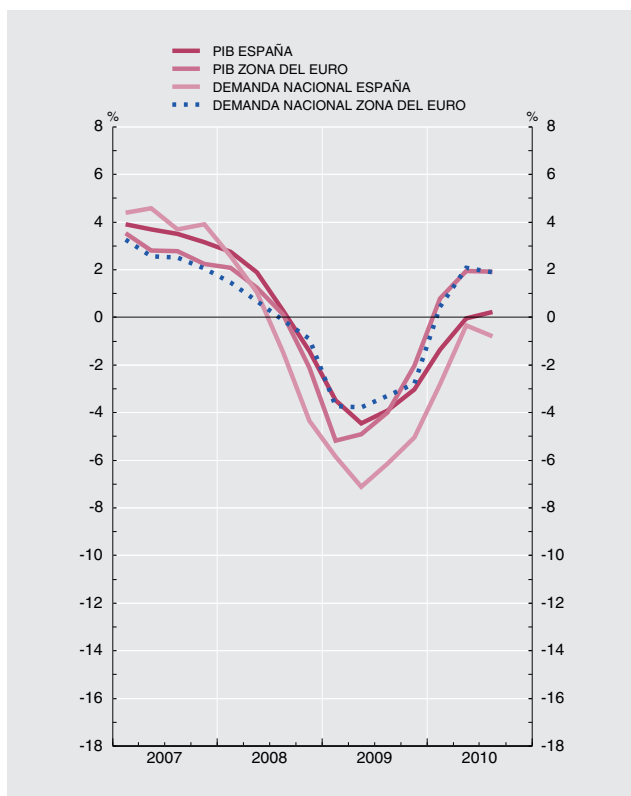
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

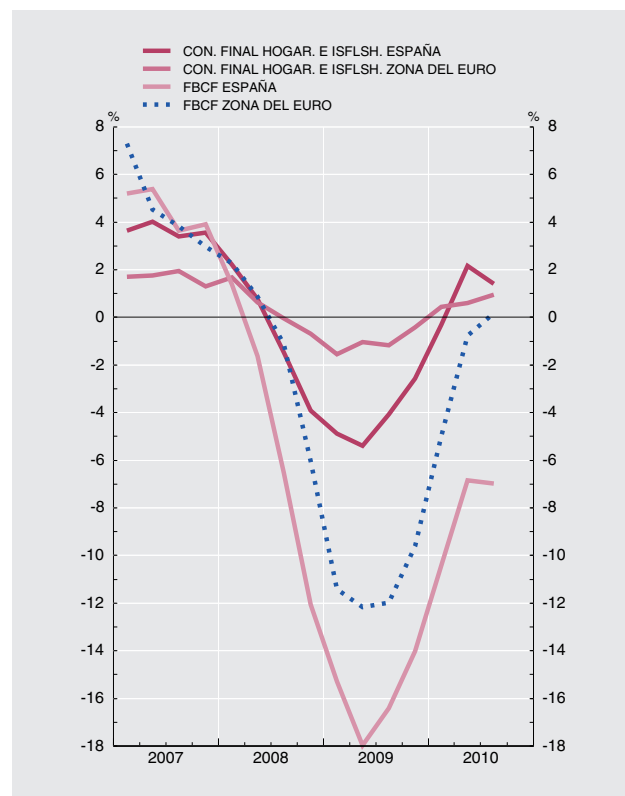
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>07</b>	P	3,6	2,8	3,7	1,7	5,5	2,2	4,5	4,6	4,1	2,6	6,7	6,3	8,0	5,8	1 054	9 022
<b>08</b>	P	0,9	0,3	-0,6	0,4	5,8	2,3	-4,8	-1,0	-0,5	0,3	-1,1	0,8	-5,3	0,6	1 088	9 240
<b>09</b>	P	-3,7	-4,0	-4,2	-1,0	3,2	2,4	-16,0	-11,3	-6,0	-3,4	-11,6	-13,0	-17,8	-11,7	1 054	8 952
<b>07 / IV</b>	P	3,2	2,2	3,6	1,3	5,4	2,3	3,9	3,0	3,9	2,0	3,3	4,4	5,6	4,0	269	2 287
<b>08 /</b>	P	2,8	2,1	2,2	1,7	5,2	1,8	1,4	2,3	2,6	1,5	4,2	5,6	3,4	4,1	272	2 316
<b>///</b>	P	1,9	1,2	0,8	0,6	5,7	2,4	-1,6	0,9	1,1	0,7	2,6	3,8	-0,2	2,5	273	2 321
<b>///</b>	P	0,3	0,1	-1,5	-0,0	6,0	2,5	-6,5	-1,1	-1,5	-0,1	-3,4	0,9	-8,2	0,3	273	2 315
<b>IV</b>	P	-1,4	-2,1	-3,9	-0,7	6,4	2,5	-12,1	-6,0	-4,3	-0,9	-7,8	-7,1	-15,6	-4,4	270	2 287
<b>09 /</b>	P	-3,5	-5,2	-4,9	-1,5	5,9	2,8	-15,3	-11,4	-5,8	-3,7	-16,5	-16,2	-21,5	-13,1	266	2 234
<b>///</b>	P	-4,4	-4,9	-5,4	-1,0	4,4	2,5	-18,0	-12,2	-7,1	-3,8	-15,8	-16,7	-22,2	-14,4	263	2 230
<b>///</b>	P	-3,9	-4,0	-4,1	-1,2	2,7	2,6	-16,4	-12,0	-6,1	-3,3	-11,0	-13,7	-17,2	-12,3	262	2 241
<b>IV</b>	P	-3,0	-2,0	-2,6	-0,4	0,2	1,7	-14,0	-9,6	-5,0	-2,8	-2,1	-5,3	-9,2	-7,1	263	2 247
<b>10 /</b>	P	-1,4	0,8	-0,3	0,4	-0,5	1,1	-10,4	-5,0	-2,8	0,4	9,1	5,7	2,3	4,8	264	2 262
<b>///</b>	P	-0,0	2,0	2,2	0,6	0,1	0,6	-6,8	-0,8	-0,3	2,1	11,6	11,7	9,3	12,4	265	2 293
<b>///</b>	P	0,2	1,9	1,4	1,0	-0,1	0,4	-7,0	0,2	-0,8	1,9	8,7	11,3	3,9	11,7	267	2 310

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



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



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

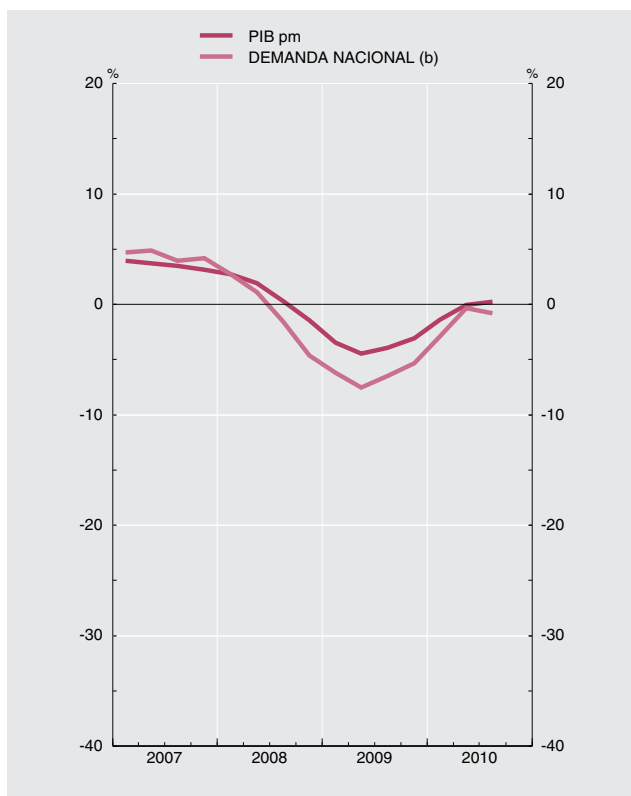
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



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

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

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

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

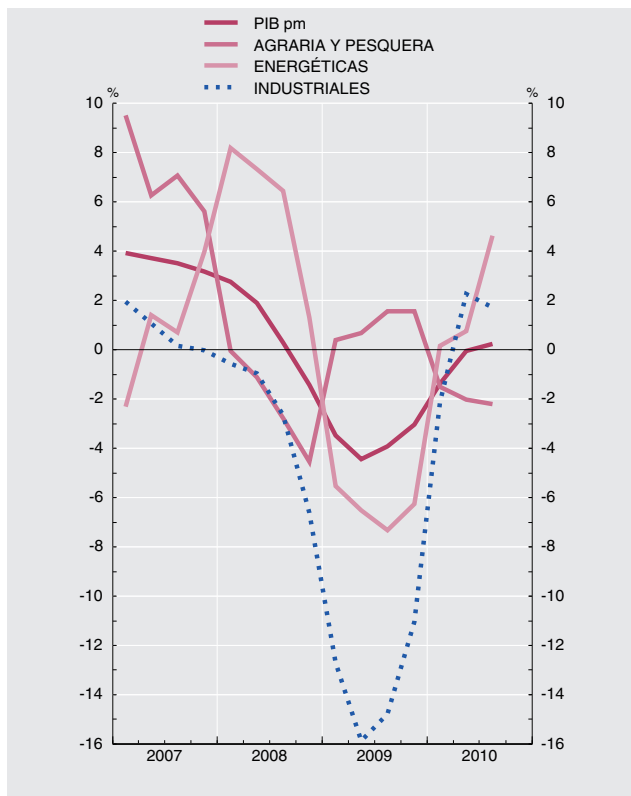
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

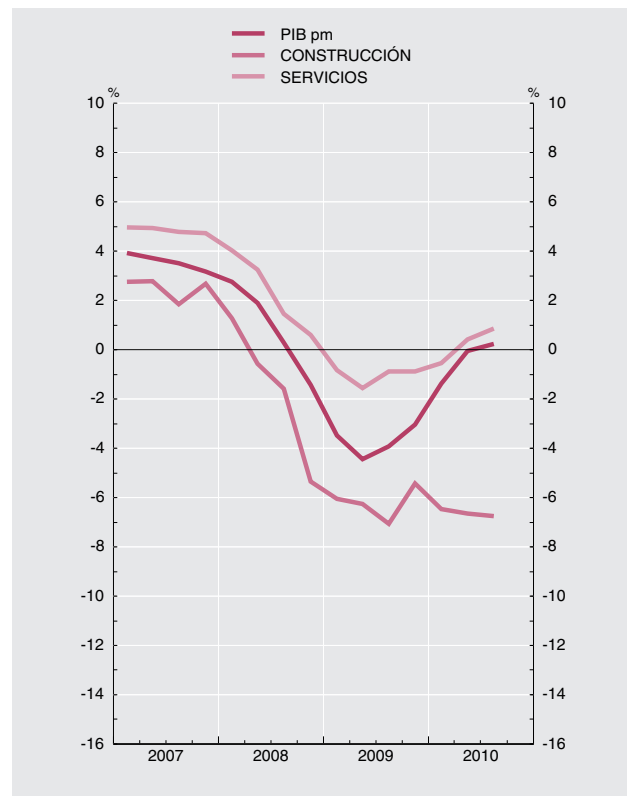
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							6	7	8			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
07	P	3,6	7,1	0,9	0,8	2,5	4,8	4,9	4,8	2,8	3,3	-2,0
08	P	0,9	-2,1	5,8	-2,7	-1,6	2,3	1,7	4,7	-1,3	-1,0	-0,7
09	P	-3,7	1,0	-6,4	-13,6	-6,2	-1,0	-1,9	2,1	-5,0	-9,9	-7,4
07	IV	3,2	5,6	4,0	-0,0	2,7	4,7	4,6	5,1	1,9	3,8	-7,1
08	I	2,8	-0,1	8,2	-0,6	1,3	4,0	3,6	5,4	0,6	4,4	0,3
	II	1,9	-1,1	7,3	-1,0	-0,6	3,3	2,6	5,6	-0,2	1,6	-0,6
	III	0,3	-2,8	6,4	-2,6	-1,6	1,5	0,7	4,3	-2,0	-3,1	-1,2
	IV	-1,4	-4,6	1,3	-6,6	-5,4	0,6	-0,2	3,6	-3,6	-6,7	-1,3
09	I	-3,5	0,4	-5,5	-12,7	-6,1	-0,8	-1,8	2,5	-4,8	-10,6	-7,2
	II	-4,4	0,7	-6,5	-15,9	-6,3	-1,6	-2,6	2,2	-6,0	-12,3	-8,1
	III	-3,9	1,6	-7,3	-14,8	-7,1	-0,9	-1,7	2,0	-5,2	-10,7	-8,4
	IV	-3,0	1,6	-6,3	-11,0	-5,4	-0,9	-1,6	1,6	-4,0	-5,7	-6,1
10	I	-1,4	-1,5	0,2	-2,1	-6,5	-0,5	-0,8	0,5	-1,8	2,6	0,4
	II	-0,0	-2,0	0,8	2,3	-6,7	0,4	0,4	0,6	-0,1	11,3	4,0
	III	0,2	-2,2	4,6	1,7	-6,8	0,8	1,0	0,3	-0,2	20,4	1,4

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



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

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

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

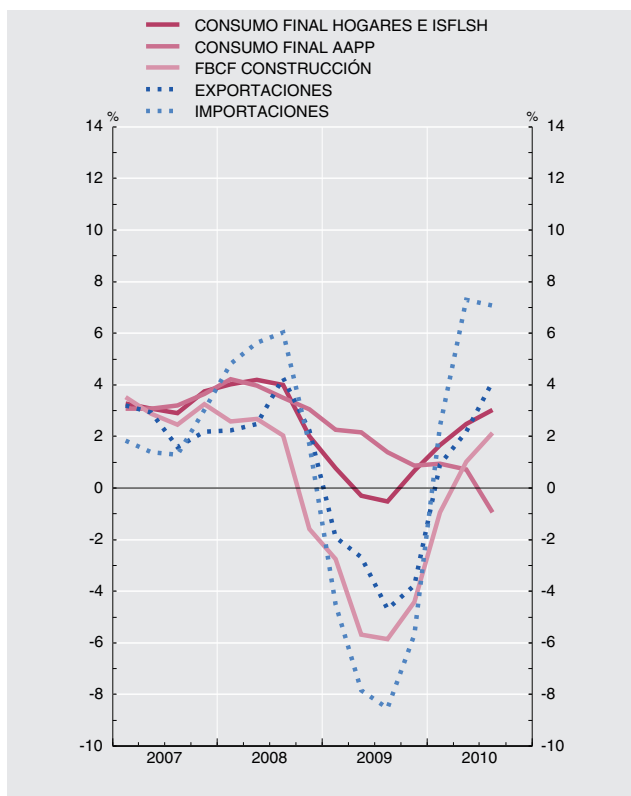
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

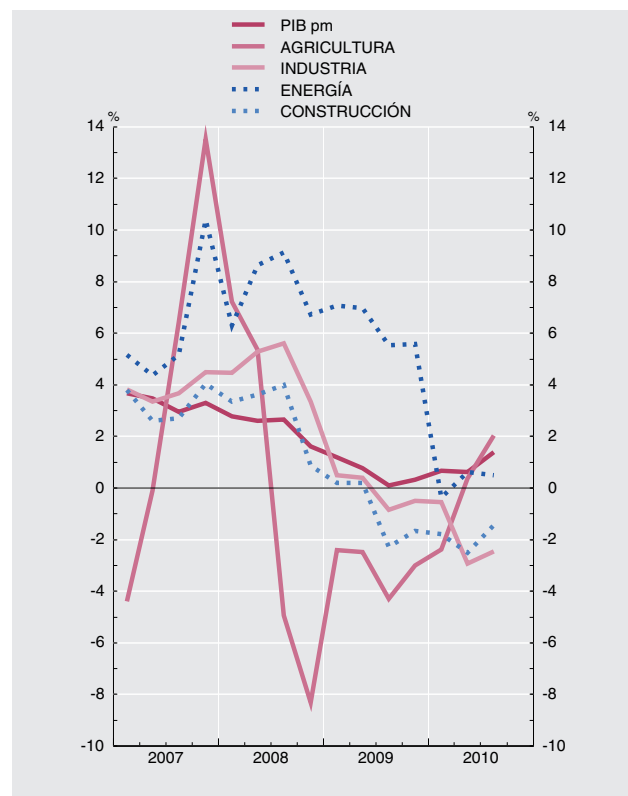
### PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS

Tasas de variación interanual



### PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS

Tasas de variación interanual



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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

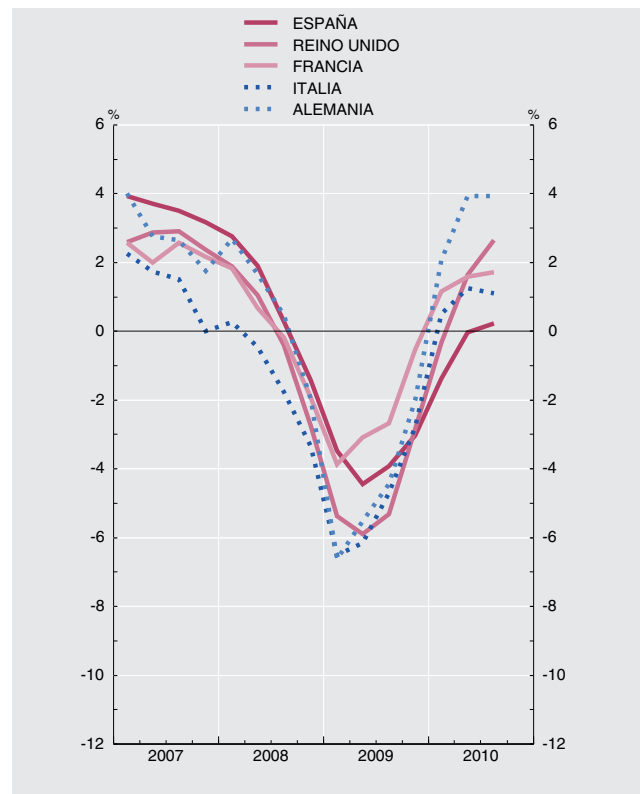
Tasas de variación interanual

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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



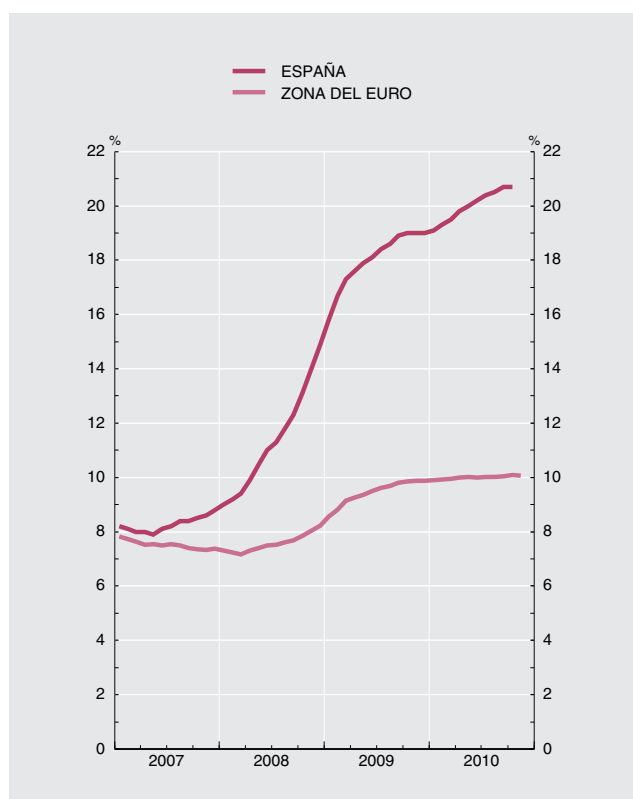
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

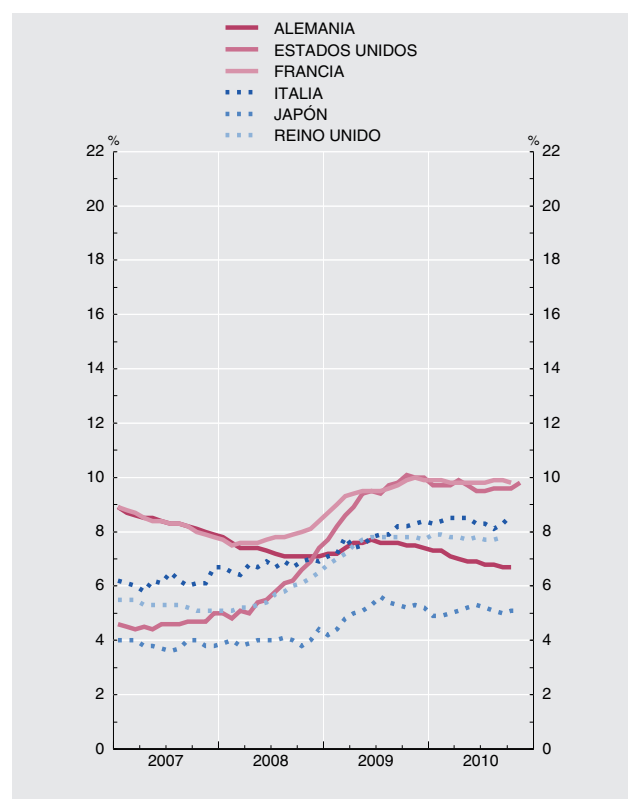
Porcentajes

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

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

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

■ Serie representada gráficamente.

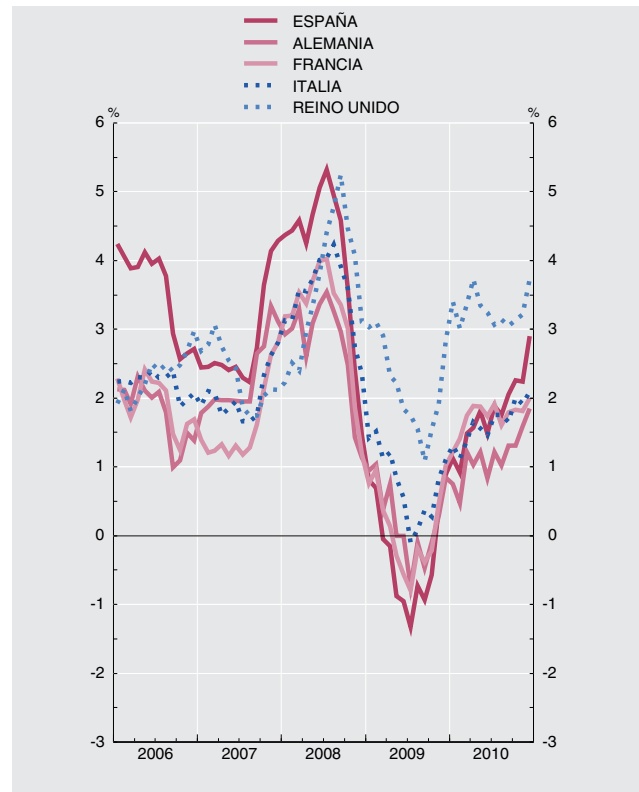
Tasas de variación interanual

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

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
07	1,3710	161,26	117,74	106,4	82,2	88,0	106,8	90,1	70,2	105,2	92,5	68,4
08	1,4707	152,31	103,36	110,6	78,2	98,4	110,1	86,6	77,0	107,8	90,6	75,0
09	1,3940	130,30	93,57	111,7	81,2	112,4	110,6	89,5	86,6	105,0	92,7	85,1
09 E-D	1,3940	130,30	93,57	111,7	81,2	112,4	110,6	89,5	86,6	105,0	92,7	85,1
10 E-D	1,3267	116,42	87,78	104,7	79,1	120,7	103,0	87,8	90,5	98,9	93,3	87,8
09 Oct	1,4816	133,91	90,38	114,3	76,3	112,0	112,8	84,6	85,5	107,5	88,2	84,0
Nov	1,4914	132,97	89,16	114,0	75,8	113,1	112,5	84,1	86,1	106,8	88,4	84,4
Dic	1,4614	131,21	89,81	113,0	76,6	113,4	111,2	84,8	86,1	105,4	89,2	84,5
10 Ene	1,4272	130,34	91,32	110,8	77,4	112,5	108,9	86,2	85,3	104,1	91,2	83,4
Feb	1,3686	123,46	90,21	108,0	79,1	116,2	106,1	87,8	87,7	101,7	92,6	86,1
Mar	1,3569	123,03	90,68	107,4	78,9	115,9	105,7	87,6	87,4	101,1	93,0	85,3
Abr	1,3406	125,33	93,49	106,1	79,3	112,6	104,5	87,8	84,7	100,2	93,4	82,5
May	1,2565	115,83	92,15	102,8	82,4	118,1	101,4	91,3	88,8	97,1	97,2	86,5
Jun	1,2209	110,99	90,92	100,7	83,1	121,0	99,4	92,0	91,0	95,3	97,6	88,4
Jul	1,2770	111,73	87,50	102,5	80,7	123,0	101,1	89,4	92,2	97,0	94,8	89,6
Ago	1,2894	110,04	85,33	102,1	79,7	125,3	100,6	88,3	94,0	96,7	93,7	91,0
Sep	1,3067	110,26	84,38	102,5	78,8	125,8	100,8	87,3	94,5	97,2	92,7	90,9
Oct	1,3898	113,67	81,79	106,1	75,8	126,2	104,2	83,7	95,0	100,5	89,7	91,0
Nov	1,3661	112,69	82,51	104,8	76,4	125,8	102,8	84,3	94,4	99,1	90,5	90,4
Dic	1,3220	110,11	83,29	102,6	77,5	126,3	100,6	...	...	96,9	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

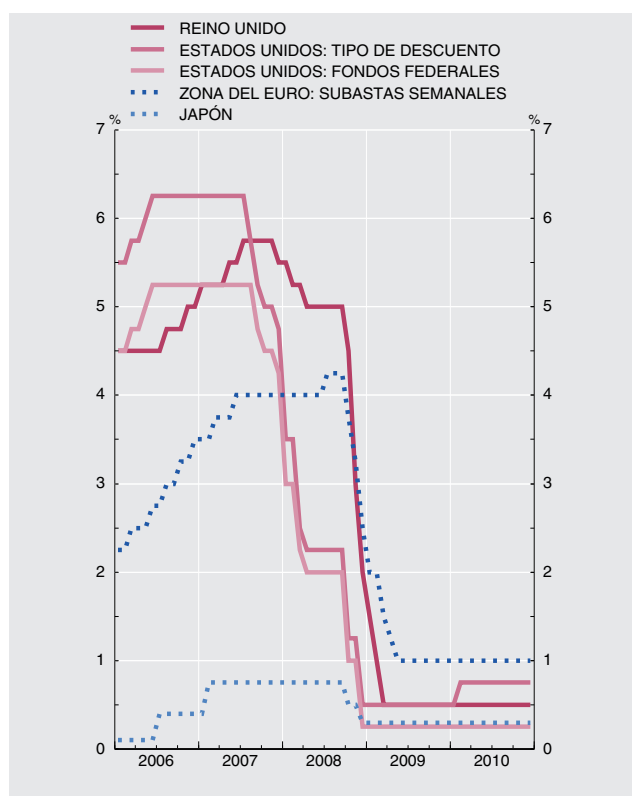
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

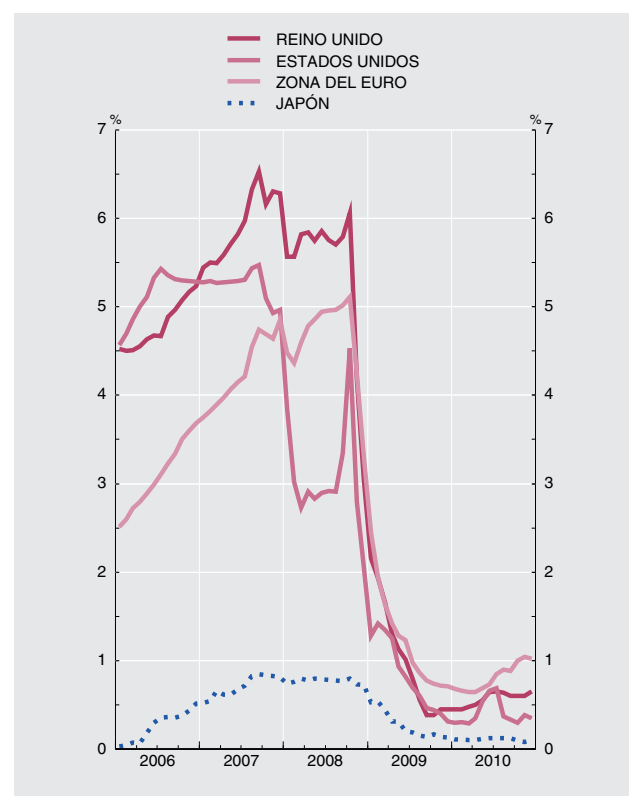
Porcentajes

	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		(a)	Tipo descuento (b)												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>07</b>	4,00	4,75	5,00	0,75	5,50	4,23	4,51	4,28	-	-	5,24	-	-	0,71	5,93
<b>08</b>	2,50	0,50	1,87	0,30	2,00	3,45	4,75	4,63	-	-	3,07	-	-	0,77	5,41
<b>09</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,93	1,19	1,22	-	-	0,83	-	-	0,27	1,01
<b>09 Jul</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,75	0,94	0,98	-	-	0,70	-	-	0,18	0,80
<i>Ago</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,66	0,81	0,86	-	-	0,60	-	-	0,15	0,55
<i>Sep</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,71	0,77	-	-	0,46	-	-	0,14	0,39
<i>Oct</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,68	0,74	-	-	0,44	-	-	0,16	0,38
<i>Nov</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,53	0,67	0,72	-	-	0,40	-	-	0,14	0,45
<i>Dic</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,50	0,67	0,71	-	-	0,31	-	-	0,13	0,45
<b>10 Ene</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,48	0,64	0,68	-	-	0,30	-	-	0,11	0,45
<i>Feb</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,62	0,66	-	-	0,30	-	-	0,11	0,45
<i>Mar</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,61	0,65	-	-	0,29	-	-	0,10	0,48
<i>Abr</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,62	0,65	-	-	0,35	-	-	0,10	0,50
<i>May</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,66	0,69	-	-	0,54	-	-	0,11	0,55
<i>Jun</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,70	0,74	0,73	-	-	0,66	-	-	0,12	0,64
<i>Jul</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,75	0,83	0,85	-	-	0,69	-	-	0,12	0,65
<i>Ago</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,86	0,90	-	-	0,37	-	-	0,12	0,64
<i>Sep</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,63	0,84	0,88	-	-	0,33	-	-	0,13	0,60
<i>Oct</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,93	1,00	-	-	0,30	-	-	0,09	0,60
<i>Nov</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,04	-	-	0,38	-	-	0,08	0,60
<i>Dic</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,02	-	-	0,35	-	-	0,10	0,65

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

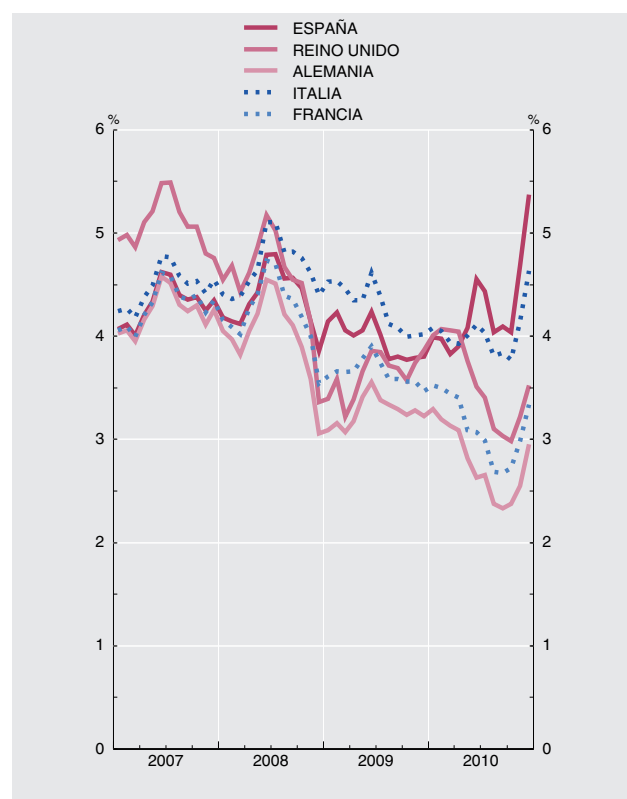
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>07</b>	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08
<b>08</b>	3,63	4,33	4,36	4,00	4,36	3,69	4,24	4,66	1,49	4,55
<b>09</b>	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63
<b>09 Jul</b>	3,36	3,85	4,09	3,38	4,01	3,58	3,74	4,38	1,35	3,85
<b>Ago</b>	3,32	3,69	3,89	3,34	3,78	3,61	3,59	4,12	1,38	3,72
<b>Sep</b>	3,23	3,67	3,86	3,30	3,80	3,44	3,59	4,08	1,32	3,69
<b>Oct</b>	3,20	3,61	3,80	3,24	3,77	3,40	3,56	3,99	1,33	3,57
<b>Nov</b>	3,23	3,65	3,83	3,28	3,79	3,42	3,56	4,01	1,36	3,74
<b>Dic</b>	3,28	3,65	3,88	3,23	3,80	3,59	3,47	4,02	1,27	3,86
<b>10 Ene</b>	3,40	3,75	4,10	3,30	3,99	3,75	3,53	4,08	1,34	4,01
<b>Feb</b>	3,36	3,73	4,11	3,19	3,98	3,71	3,50	4,05	1,34	4,07
<b>Mar</b>	3,36	3,65	3,99	3,14	3,83	3,76	3,45	3,94	1,35	4,05
<b>Abr</b>	3,42	3,67	4,16	3,09	3,90	3,87	3,41	3,93	1,35	4,05
<b>May</b>	3,16	3,49	3,68	2,82	4,08	3,46	3,09	4,01	1,28	3,76
<b>Jun</b>	3,05	3,49	3,70	2,63	4,56	3,24	3,07	4,11	1,21	3,51
<b>Jul</b>	2,92	3,45	3,62	2,65	4,43	3,01	2,99	4,03	1,10	3,41
<b>Ago</b>	2,67	3,18	3,44	2,38	4,04	2,71	2,69	3,81	0,98	3,10
<b>Sep</b>	2,67	3,21	3,50	2,33	4,09	2,65	2,67	3,84	1,07	3,03
<b>Oct</b>	2,58	3,18	3,34	2,38	4,04	2,52	2,72	3,77	0,89	2,99
<b>Nov</b>	2,83	3,52	3,73	2,55	4,69	2,75	2,99	4,14	1,05	3,22
<b>Dic</b>	3,24	3,92	4,07	2,95	5,37	3,30	3,34	4,63	1,19	3,53

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
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
09 E-D	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
10 E-D	158,6	213,1	207,9	220,2	111,2	225,9	...	79,9	439,2	1 225,3	29,76
09 Nov	126,1	202,6	206,2	198,1	165,5	215,8	274,7	76,9	404,0	1 127,0	24,28
09 Dic	134,4	210,9	211,6	212,6	177,2	231,9	265,2	74,4	406,8	1 134,7	24,90
10 Ene	139,8	216,4	211,3	223,0	185,8	243,3	273,1	76,4	400,6	1 117,7	25,19
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
10 Mar	144,3	211,7	197,2	230,6	202,0	246,1	280,9	78,8	399,1	1 113,3	26,37
10 Abr	150,6	218,7	197,0	246,7	219,3	261,7	298,1	84,5	411,8	1 148,7	27,52
10 May	151,9	206,7	195,0	222,0	210,7	228,1	267,6	75,8	432,1	1 205,4	30,96
10 Jun	152,4	201,1	193,9	210,5	206,2	212,9	264,7	75,0	442,0	1 232,9	32,45
10 Jul	150,4	208,1	205,4	211,4	198,1	218,7	263,8	76,4	427,6	1 193,0	30,01
10 Ago	159,6	222,9	220,2	226,4	203,5	238,9	268,9	77,9	435,8	1 215,8	30,31
10 Sep	166,1	235,2	231,7	239,6	223,0	248,8	269,7	78,4	455,6	1 271,0	31,25
10 Oct	168,6	219,0	216,8	222,6	223,0	223,5	289,4	83,0	481,1	1 342,0	31,04
10 Nov	180,1	196,8	203,2	190,1	223,5	175,7	...	85,7	491,1	1 369,9	32,27
10 Dic	198,3	211,3	217,6	204,8	248,0	186,2	...	92,3	498,2	1 389,7	33,80

### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

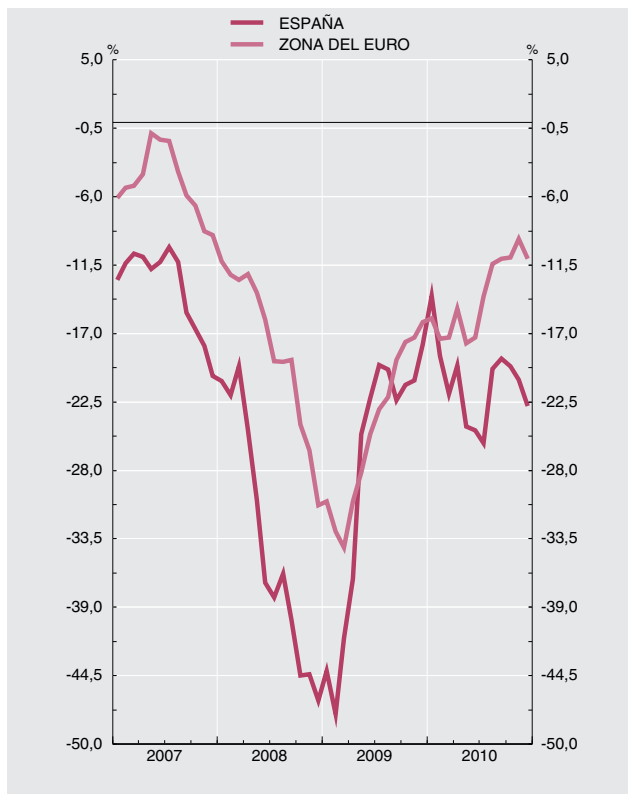
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

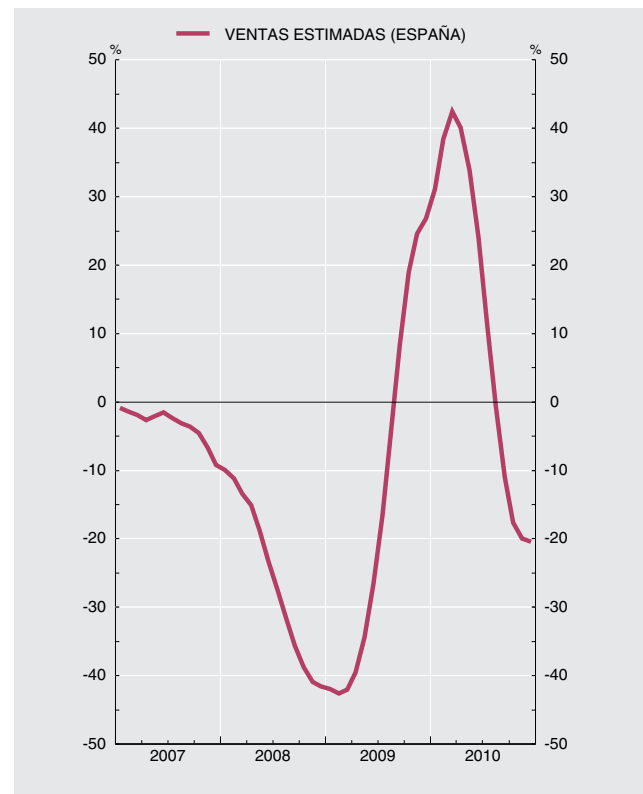
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista (a)	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	De las que		Pro memoria: zona del euro Matriculaciones	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista (a)		Uso privado	Ventas estimadas			Total	Del cual Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unificadas	Pro memoria: zona del euro (b)	
				1			2			3	4								5
<b>07</b>		-13,3	-12,1	-4,0	-12,6	-4,9	0,9	-1,6	-2,2	-1,2	-0,8	2,8	2,4	1,3	1,8	6,2	3,2	0,5	1,9
<b>08</b>	P	-33,7	-32,6	-20,4	-27,3	-18,1	-6,9	-27,4	-30,0	-28,1	-8,0	-5,7	-5,7	-2,3	-5,2	1,1	-8,6	-8,0	-0,8
<b>09</b>		-28,2	-26,2	-13,2	-24,3	-24,7	-15,5	-18,1	-10,7	-17,9	4,4	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2	-2,0
<b>09 E-D</b>	P	-28,2	-26,2	-13,2	-24,3	-24,7	-15,5	-18,1	-10,7	-17,9	4,4	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2	-2,0
<b>10 E-D</b>	P	-20,9	-18,0	-9,7	-17,0	-14,0	-3,3	3,0	-1,3	3,1	-8,2	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>10 Ene</b>	P	-14,0	-8,4	-4,1	-20,5	-15,8	-5,0	17,4	16,6	18,1	17,3	-4,5	-3,2	-3,1	-2,3	-0,8	-5,6	-4,7	-0,2
<b>Feb</b>	P	-18,8	-11,1	-4,7	-11,2	-17,4	-8,5	47,0	33,0	47,0	3,1	-0,9	0,2	0,9	1,6	4,2	-5,2	-1,4	0,7
<b>Mar</b>	P	-21,8	-17,1	-8,6	-11,8	-17,3	-6,3	64,2	53,4	63,1	3,5	3,6	5,3	4,9	7,3	9,6	1,5	2,1	2,4
<b>Abr</b>	P	-19,6	-13,3	-8,6	-9,5	-15,0	-1,3	40,7	38,3	39,3	-10,4	-2,4	-1,2	-2,5	-2,7	-0,3	-3,8	-1,3	-0,1
<b>May</b>	P	-24,5	-27,1	-12,3	-15,1	-17,8	-5,9	44,5	39,9	44,6	-14,4	-1,6	-0,6	-0,7	-3,3	0,6	-2,2	-1,4	1,3
<b>Jun</b>	P	-24,8	-25,0	-13,8	-14,4	-17,3	-5,6	24,7	22,1	25,6	-13,1	1,0	1,5	-1,1	0,2	0,8	2,6	1,9	1,7
<b>Jul</b>	P	-25,8	-27,2	-15,9	-21,2	-14,0	-4,2	-23,9	-31,0	-24,1	-18,4	-2,2	-2,0	1,5	-2,2	3,9	-4,2	-4,3	1,7
<b>Ago</b>	P	-19,9	-18,0	-11,9	-20,8	-11,4	-3,3	-22,9	-25,5	-23,8	-20,5	-1,3	-1,2	-0,9	-5,4	1,3	-1,0	1,8	1,9
<b>Sep</b>	P	-19,0	-15,5	-8,4	-13,1	-11,0	-0,9	-27,1	-27,3	-27,3	-12,8	-3,0	-2,9	-0,8	-5,8	0,6	-6,3	-3,6	2,0
<b>Oct</b>	P	-19,7	-17,3	-8,4	-22,9	-10,9	-1,1	-37,9	-36,1	-37,6	-14,9	-2,9	-2,6	-2,1	-1,0	0,4	-5,0	-5,1	1,9
<b>Nov</b>	P	-20,7	-16,3	-10,0	-20,5	-9,4	-1,5	-25,8	-22,1	-25,5	-10,4	-1,0	-0,6	0,8	-0,8	3,3	-4,4	-2,4	0,5
<b>Dic</b>	P	-22,8	-20,2	-9,8	-22,4	-11,0	4,6	-24,0	-19,9	-23,9	-7,8	...	...	...	...	...	...	...	...

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



#### VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

b. Índice corregido de efecto calendario.

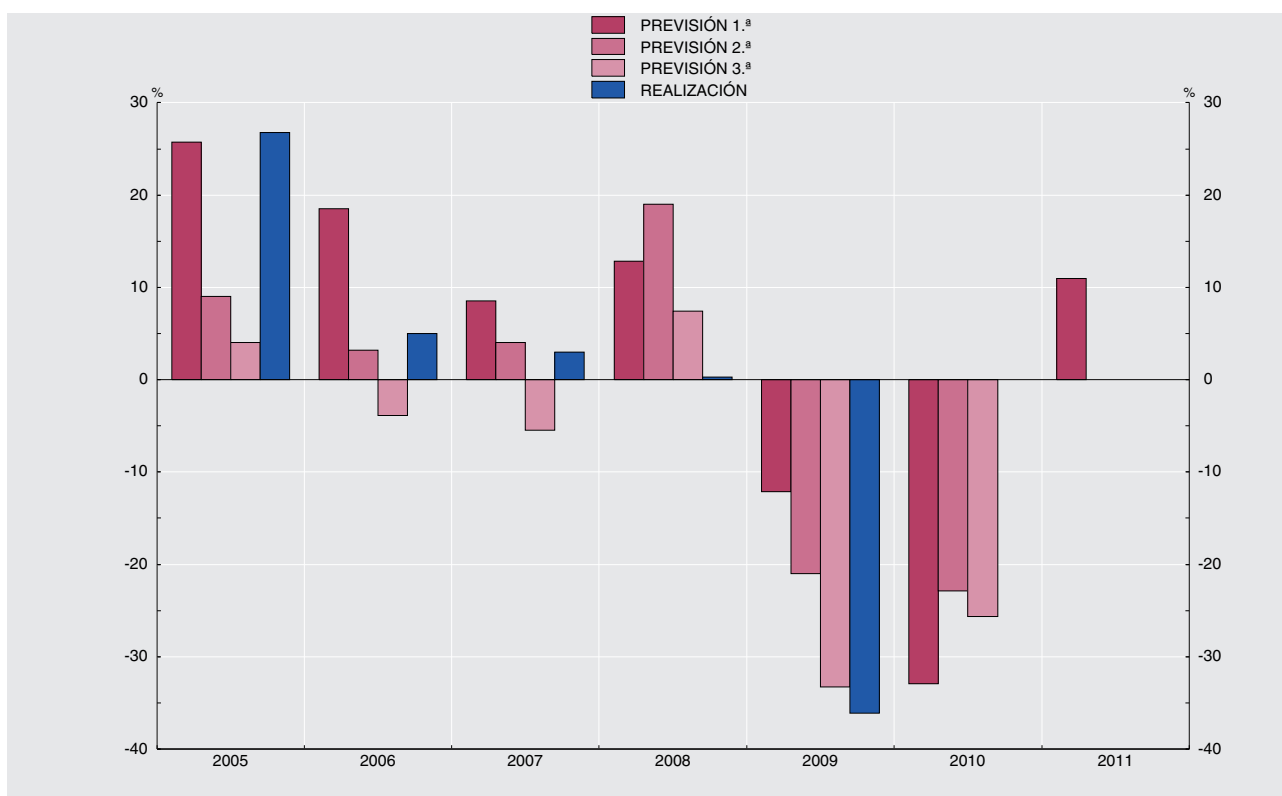
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1	2	3	4				
	Realización		Previsión 1. <sup>a</sup>		Previsión 2. <sup>a</sup>		Previsión 3. <sup>a</sup>	
05		27	26	9		4		
06		5	19	3		-4		
07		3	9	4		-6		
08		0	13	19		7		
09		-36	-12	-21		-33		
10		...	-33	-23		-26		
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.



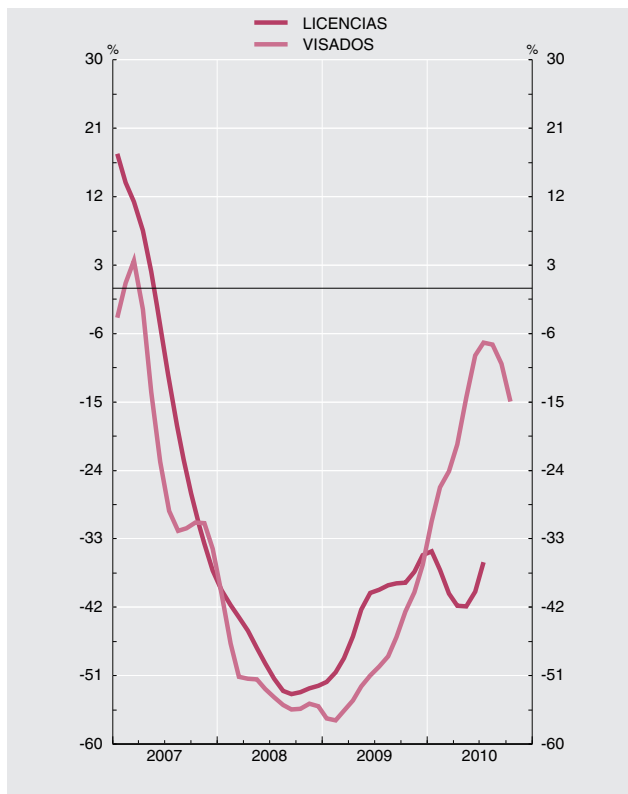
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
		Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación			Ingeniería civil		
			Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual				No residencial
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
07		-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-15,0	-15,0	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,9	0,2
08	P	-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
09	P	-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	-32,3
09 E-D	P	-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	-32,3
10 E-D	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-15,1
09 Sep	P	-29,6	-40,5	-43,1	-5,4	-47,0	-52,5	-12,8	-5,1	-7,5	-44,8	-68,0	4,2	-14,5	-21,6
Oct	P	-53,0	-55,0	-54,4	-48,0	-42,4	-45,6	-35,1	-7,6	-8,6	-13,3	-24,7	-7,7	-41,8	-20,9
Nov	P	-30,8	-34,4	-31,8	-22,2	-37,1	-39,7	-32,3	-9,9	-35,3	-35,3	-96,7	-35,3	-30,9	-10,5
Dic	P	-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	-15,6
Feb	P	-42,5	-34,0	-34,1	-56,5	-20,9	-24,0	-54,7	-54,8	-38,5	-54,9	-50,8	-36,1	-61,5	-24,0
Mar	P	-42,4	-39,3	-39,2	-48,3	-24,5	-11,6	-42,8	-50,5	-11,3	93,8	80,6	-28,6	-56,7	-21,9
Abr	P	-48,7	-53,1	-53,4	-37,8	-23,7	-23,7	-9,0	-43,3	7,8	-67,3	-64,8	38,5	-16,3	-10,4
May	P	-44,1	-50,6	-51,1	-29,1	-15,1	-14,4	0,4	-38,2	26,6	-15,7	-41,0	42,2	-10,6	-10,1
Jun	P	-52,2	-39,5	-40,0	-67,6	3,0	9,0	-22,3	-36,1	-39,7	-36,2	-9,9	-40,3	-12,5	-9,4
Jul	P	-30,0	-28,2	-25,7	-34,4	-13,1	-23,6	-55,4	-39,0	-28,7	-56,9	-66,7	-11,4	-67,1	-15,1
Ago	P	...	...	...	...	-1,6	2,0	-28,9	-38,0	-30,0	-43,5	-46,3	-25,5	-28,4	-10,4
Sep	P	...	...	...	...	1,4	-0,7	-13,4	-36,2	-25,4	20,6	125,8	-33,1	-9,2	-16,1
Oct	P	...	...	...	...	-26,9	-30,5	0,1	-34,0	38,5	55,8	-49,7	35,2	-15,2	-16,6
Nov	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-20,5
Dic	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-9,6

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



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



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

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

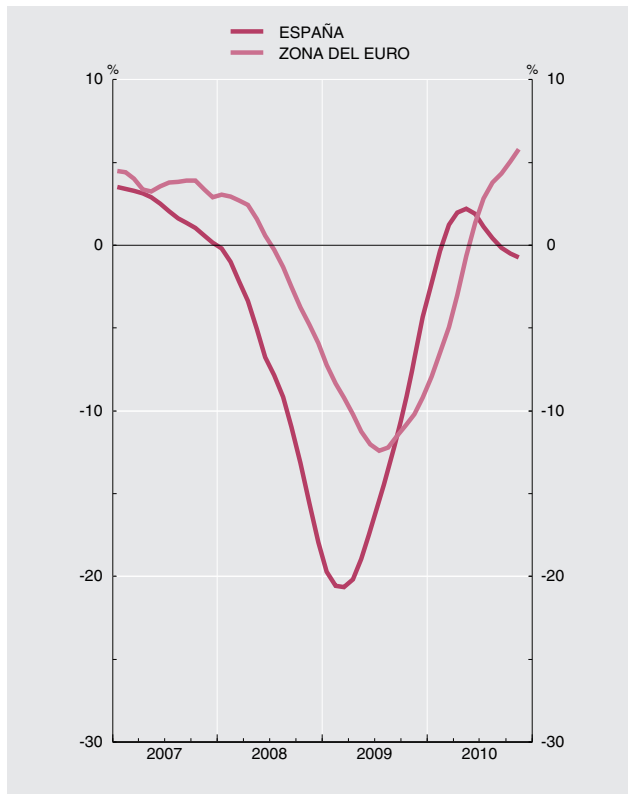
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

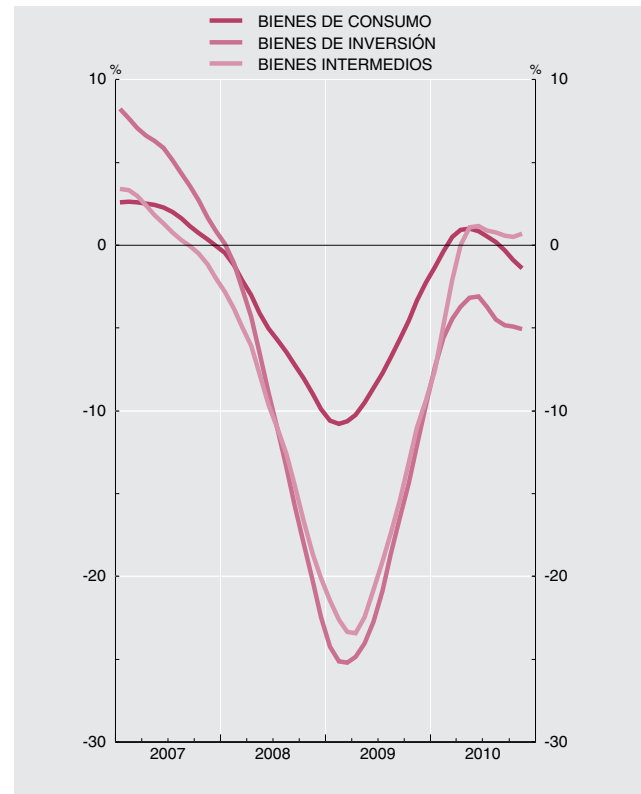
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)			Pro memoria: zona del euro					
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufacturadoras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes			
		Serie original	1 T 12								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
07	MP	106,2	2,4	2,2	5,0	1,6	0,8	0,9	2,5	2,0	3,7	4,1	2,4	6,6	3,8	
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,8	-1,9	-2,0	-0,2	-3,5	
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-14,9	-15,9	-5,0	-20,8	-19,2	
09	E-N	MP	82,9	-17,3	-9,6	-23,6	-22,9	-8,6	-24,5	-18,2	-7,7	-15,7	-16,8	-5,4	-21,6	-20,4
10	E-N	MP	83,6	0,8	0,6	-3,2	2,9	5,1	0,6	2,9	7,0	7,4	3,3	8,1	9,9	
09	Ago	P	61,8	-10,6	-5,7	-11,1	-16,9	-6,7	-16,9	-11,5	-3,5	-15,0	-16,1	-5,7	-21,6	-19,6
	Sep	P	87,1	-12,7	-5,3	-17,5	-17,7	-7,1	-16,3	-13,6	-4,0	-12,7	-13,1	-3,0	-18,2	-15,6
	Oct	P	88,0	-12,8	-9,8	-16,4	-14,9	-8,0	-20,3	-6,3	-11,1	-11,8	-4,7	-17,2	-12,2	
	Nov	P	87,3	-4,0	1,3	-8,0	-3,7	-10,2	-4,3	-3,3	-9,8	-6,9	-7,2	-2,2	-12,9	-5,7
	Dic	P	79,1	-1,5	0,9	-8,4	4,8	-8,1	-20,9	-0,4	-6,8	-3,6	-4,2	-0,8	-10,7	-0,1
10	Ene	P	76,7	-5,0	-5,1	-7,0	-3,3	-5,7	-7,1	-5,1	-3,5	1,9	1,9	1,4	-0,8	4,7
	Feb	P	80,8	-1,9	-3,1	-3,5	1,1	-3,6	4,1	-2,5	2,6	4,2	4,3	2,0	3,2	7,2
	Mar	P	91,2	6,8	8,5	2,0	8,0	7,7	7,8	6,4	11,0	7,7	8,0	5,8	4,8	11,8
	Abr	P	82,2	3,0	4,4	-4,8	8,4	-0,3	7,7	2,9	4,0	9,1	9,3	2,7	8,8	15,5
	May	P	86,1	5,1	4,0	0,7	9,7	2,0	15,4	5,0	3,8	9,8	9,7	4,2	9,1	14,5
	Jun	P	89,0	3,2	2,1	1,9	4,6	4,1	7,4	3,6	-0,3	8,2	8,8	4,3	8,9	11,8
	Jul	P	89,7	-2,3	-3,2	-5,9	-2,5	6,0	3,4	-2,9	2,5	7,4	7,8	3,9	9,5	9,7
	Ago	P	63,9	3,4	5,7	-7,4	6,5	3,9	14,8	3,6	1,5	8,5	9,5	4,4	12,4	11,5
	Sep	P	86,1	-1,1	-0,3	-6,7	0,1	2,5	4,6	-1,5	2,2	5,6	6,1	1,7	8,3	7,6
	Oct	P	84,7	-3,8	-3,7	-8,8	-3,3	2,9	4,7	-4,6	2,7	7,1	7,7	3,3	12,2	7,8
	Nov	P	89,7	2,7	-0,7	1,9	4,5	7,8	-5,7	2,5	6,4	7,5	7,8	2,5	12,2	7,9

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

a. España: base 2005 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

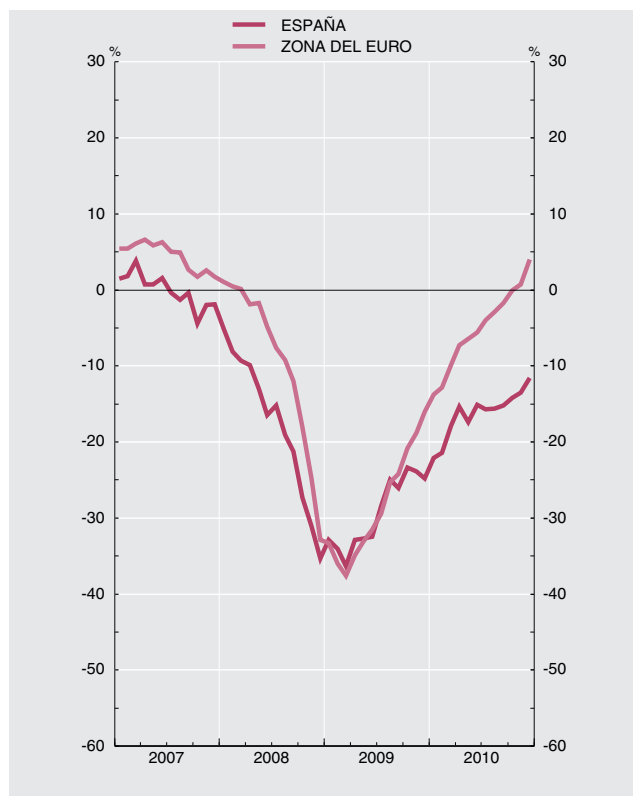
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

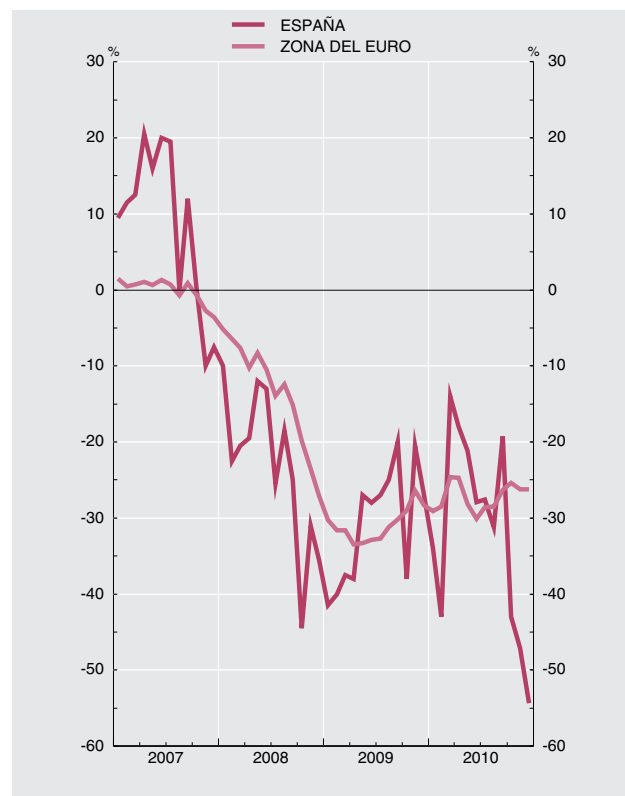
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros (a)	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
07	M	-0	7	6	3	-0	9	-2	6	-2	-1	9	20	11	18	21	5	5	-0
08	M	-18	-16	-8	-24	-17	21	-12	-8	-28	-3	-23	-2	-20	-16	-16	-9	-15	-13
09	M	-29	-34	-11	-55	-52	23	-19	-26	-37	-44	-31	-20	-32	-13	-19	-28	-56	-31
09 E-D	M	-29	-34	-11	-55	-52	23	-19	-26	-37	-44	-31	-20	-32	-13	-19	-28	-56	-31
10 E-D	M	-16	-8	-1	-37	-29	11	-10	-14	-18	-52	-32	-19	-31	-26	-33	-5	-25	-27
09 Sep		-26	-26	-6	-53	-45	20	-20	-23	-27	-54	-20	-22	-27	9	-23	-24	-56	-30
09 Oct		-23	-20	-3	-51	-47	16	-17	-19	-27	-54	-38	-23	-47	-25	-21	-21	-53	-29
09 Nov		-24	-20	-3	-52	-49	18	-17	-21	-29	-72	-21	-15	-23	-32	-13	-19	-51	-26
09 Dic		-25	-22	-6	-51	-49	17	-14	-26	-29	-60	-27	2	-29	-23	-20	-16	-47	-28
10 Ene		-22	-25	0	-51	-47	16	-15	-24	-23	-56	-34	-48	-26	-40	-26	-14	-44	-29
10 Feb		-21	-26	-1	-49	-44	15	-12	-22	-26	-54	-43	-35	-41	-36	-41	-13	-42	-29
10 Mar		-18	-21	2	-44	-36	11	-12	-15	-20	-57	-14	-57	-20	12	-28	-10	-39	-25
10 Abr		-15	-9	5	-40	-30	11	-10	-12	-17	-52	-18	9	-25	6	-12	-7	-32	-25
10 May		-17	-4	-1	-37	-33	14	-11	-11	-21	-52	-21	11	-27	-8	-7	-6	-28	-28
10 Jun		-15	-1	1	-36	-27	11	-10	-17	-14	-55	-28	9	-39	-26	-37	-6	-26	-30
10 Jul		-16	7	-1	-34	-29	12	-9	-11	-18	-55	-28	0	-30	-6	-4	-4	-21	-29
10 Ago		-16	1	-3	-33	-22	11	-6	-13	-17	-58	-31	1	-18	-46	-47	-3	-18	-29
10 Sep		-15	1	-4	-32	-22	9	-9	-12	-20	-22	-19	-34	-21	-2	-43	-2	-16	-26
10 Oct		-14	-7	-3	-30	-9	10	-9	-14	-14	-37	-43	-25	-32	-55	-55	-	-13	-25
10 Nov		-14	-7	-4	-29	-24	8	-9	-13	-15	-68	-47	-29	-43	-56	-44	1	-12	-26
10 Dic		-12	-7	2	-27	-26	10	-7	-7	-15	-57	-54	-29	-51	-51	-48	4	-7	-26

#### CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



#### CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

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

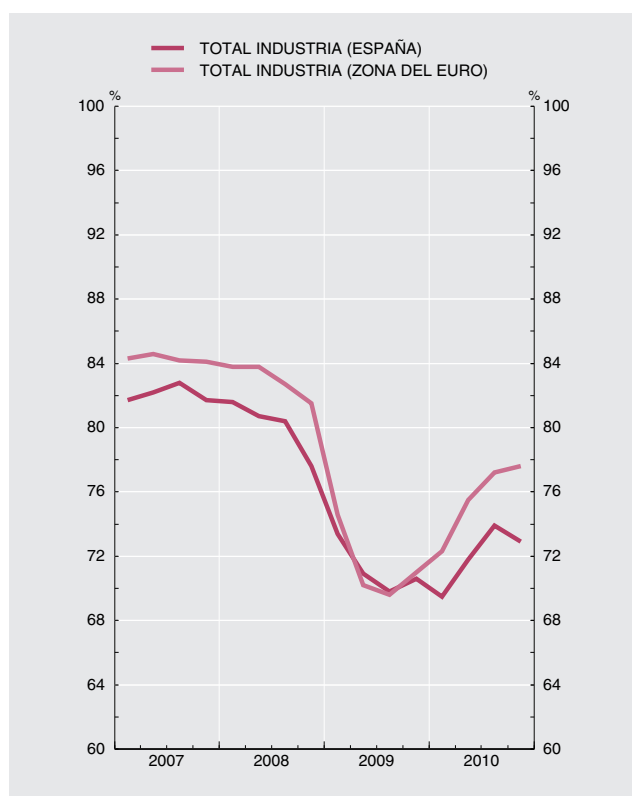
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (b) (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>07</b>	82,1	83,3	1	77,0	78,6	3	83,9	84,8	-0	83,2	84,5	1	95,1	96,0	-	84,3
<b>08</b>	80,1	80,4	7	76,2	77,3	8	83,4	83,3	6	79,6	79,7	7	94,0	94,5	-0	83,0
<b>09</b>	71,2	71,4	26	69,6	70,7	18	73,3	73,6	25	69,0	68,5	34	93,1	94,3	1	71,4
<b>09 I-IV</b>	71,2	71,4	26	69,6	70,7	18	73,3	73,6	25	69,0	68,5	34	93,1	94,3	1	71,4
<b>10 I-IV</b>	72,0	72,8	22	69,8	70,5	18	73,0	72,5	23	71,4	72,9	24	88,6	90,5	18	75,7
<b>08 II</b>	80,7	81,8	5	76,7	79,0	6	83,4	83,3	4	80,7	81,7	5	93,6	94,1	-	83,8
<b>III</b>	80,4	80,8	6	77,4	78,1	11	85,0	84,7	5	78,7	79,3	4	94,3	94,1	-	82,7
<b>IV</b>	77,6	76,5	12	73,6	73,5	12	80,5	78,8	7	77,2	75,6	16	93,4	94,1	-0	81,5
<b>09 I</b>	73,4	72,9	22	72,1	71,8	9	77,8	76,2	17	70,3	70,1	36	90,4	92,7	-	74,6
<b>II</b>	70,9	71,4	26	68,1	69,8	20	73,9	73,9	22	68,8	68,7	35	96,2	96,7	-	70,2
<b>III</b>	69,8	70,7	30	69,3	70,8	19	69,9	70,6	38	67,6	68,4	36	94,8	95,8	3	69,6
<b>IV</b>	70,6	70,4	24	69,0	70,4	23	71,4	73,7	22	69,2	66,7	28	90,9	91,9	-	71,0
<b>10 I</b>	69,5	70,7	25	66,4	67,1	20	70,0	71,0	26	69,2	70,9	30	92,1	92,8	0	72,3
<b>II</b>	71,8	73,9	21	69,0	70,1	19	73,9	74,3	22	70,6	74,3	24	92,8	93,6	-	75,5
<b>III</b>	73,9	74,6	15	72,6	73,6	10	74,1	74,5	19	72,9	73,8	18	90,6	90,9	0	77,2
<b>IV</b>	72,9	72,1	26	71,1	71,3	21	73,9	70,3	25	73,0	72,4	24	78,8	84,5	73	77,6

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.

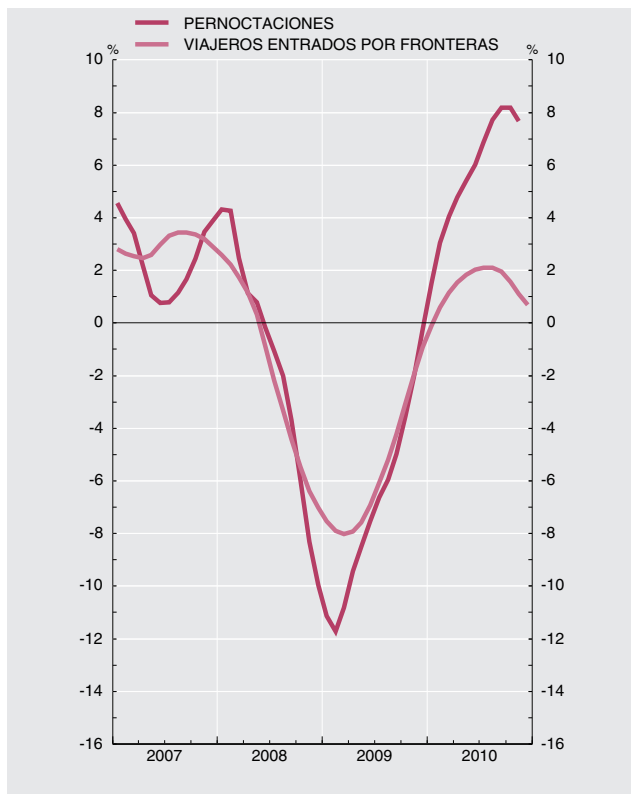
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

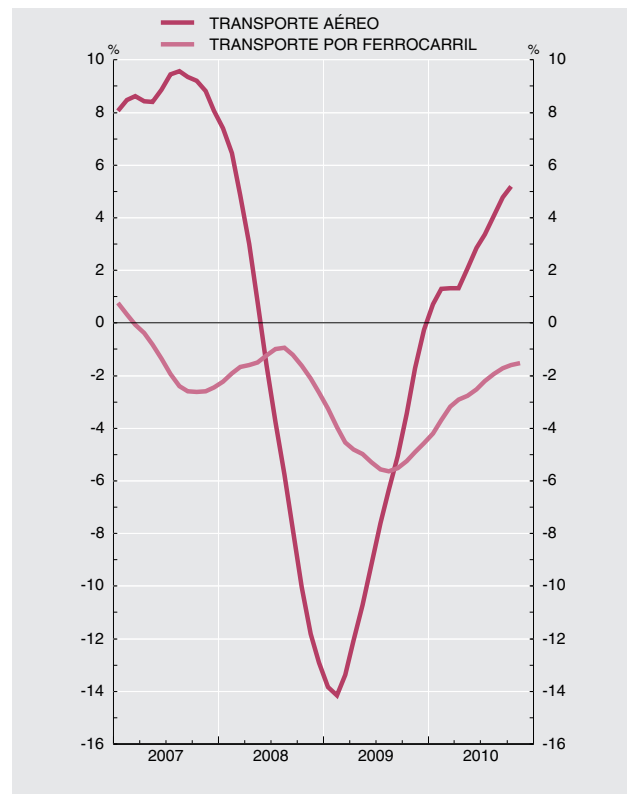
Tasas de variación interanual

	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		
	1	2	3	4	5	6	7	Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						8	9
07	3,1	4,0	1,7	2,1	2,9	1,1	5,5	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,3	-1,5		
08	-1,7	-0,1	-1,2	0,2	-1,3	-2,5	0,6	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-1,5	-2,1	-0,7	-10,3		
09	-7,1	-10,6	-6,8	-9,5	-5,9	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-8,0	-9,6	-2,2	-12,9	-5,7	-24,8		
09 E-D	P	-6,6	-9,9	-6,6	-9,1	-5,9	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-8,0	-9,6	-2,2	-12,9	-5,7	-24,8	
10 E-D	P	6,1	11,2	5,9	8,1	2,0	1,0	3,3	...	...	...	...	...	...	...		
09 Sep	P	-6,5	-10,0	-6,9	-9,1	-7,6	-9,7	-4,0	-5,1	-1,3	-7,3	-2,9	-3,6	-10,8	-5,8	-19,1	
Oct	P	-0,6	-4,8	-2,8	-6,7	1,8	-3,6	10,5	-2,7	-0,2	-4,1	0,1	4,3	-10,4	-6,6	-27,6	
Nov	P	-3,6	-4,9	-3,9	-6,2	-0,1	-3,1	3,3	-0,8	1,2	-2,3	4,0	5,4	-0,5	-2,1	-3,4	
Dic	P	2,2	-0,5	0,0	-1,5	0,9	-3,7	5,5	2,1	3,8	0,6	17,9	-0,4	-1,2	-4,3	22,0	
10 Ene	P	1,4	1,7	0,3	-1,5	2,4	1,1	3,7	3,3	6,4	1,0	13,6	25,6	4,8	-6,5	7,7	
Feb	P	4,0	7,0	4,3	4,8	-0,1	-3,8	4,1	1,4	1,8	1,1	19,5	-5,5	-1,7	-4,1	-14,0	
Mar	P	7,5	6,9	7,5	5,9	8,1	3,2	14,4	5,5	5,4	5,6	29,8	10,7	1,9	-3,2	-9,2	
Abr	P	3,6	8,4	1,0	0,1	-5,4	-13,3	6,2	-8,6	-3,3	-12,4	40,7	-5,3	2,7	3,6	2,3	
May	P	5,8	9,4	5,7	6,1	-1,3	1,1	-4,9	3,2	1,9	4,1	30,6	3,6	3,6	-4,2	10,7	
Jun	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	8,8	16,0	7,2	11,1	2,9	4,5	0,6	3,8	-1,6	7,0	10,0	4,4	7,1	-3,4	5,3	
Ago	P	7,0	15,6	9,3	16,3	2,8	4,0	1,4	3,8	-1,5	7,0	10,6	-0,4	3,7	-1,6	-0,9	
Sep	P	7,1	15,0	8,3	13,5	8,0	4,2	14,1	5,8	2,4	7,9	4,1	9,8	2,7	0,0	-14,4	
Oct	P	9,3	14,3	9,9	12,5	3,6	4,2	2,7	8,9	6,5	10,4	6,7	1,5	7,7	-2,0	-3,7	
Nov	P	5,2	15,1	7,2	15,3	0,2	2,7	-2,5	...	...	...	...	...	...	-1,5	...	
Dic	P	...	...	...	...	-4,9	-4,6	-5,1	...	...	...	...	...	...	...	...	

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

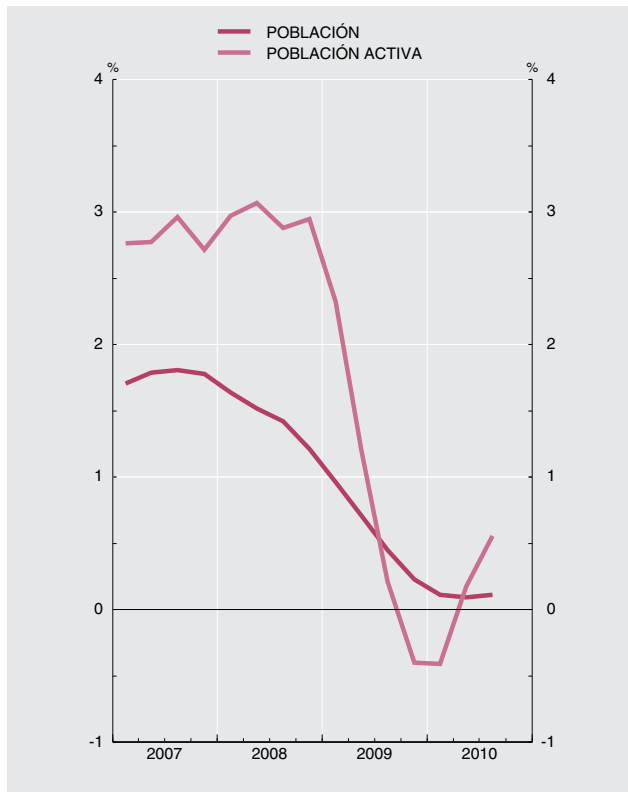
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

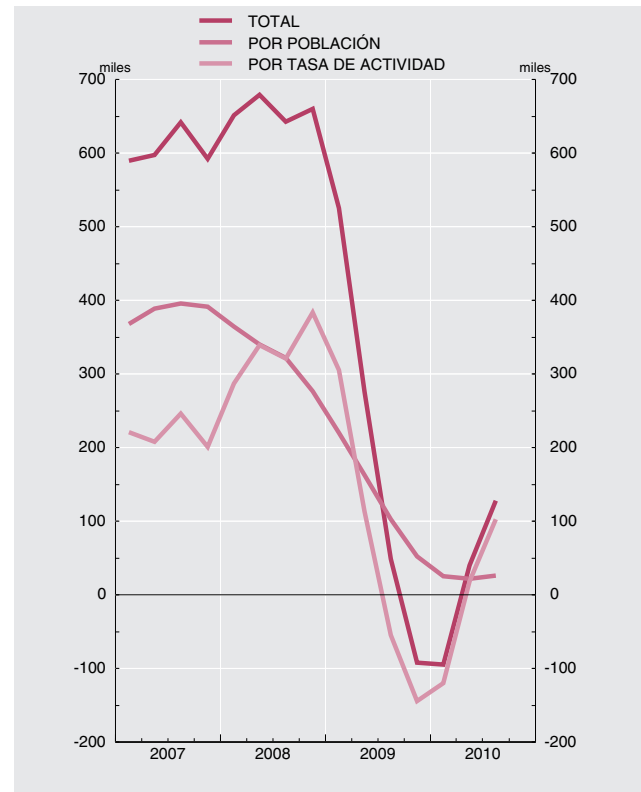
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años					Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4
		1	2	3	4	5	Total (Miles de personas) 6	Por población (Miles de personas) 7	Por tasa de actividad (Miles de personas) 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-III	M	38 428	269	0,7	60,01	23 059	849	485	364	1,2
10 I-III	M	38 468	40	0,1	60,01	23 084	73	73	1	0,1
08 I		38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0
II		38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1
III		38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9
IV		38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9
09 I		38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3
II		38 432	271	0,7	60,06	23 082	276	162	113	1,2
III		38 443	172	0,4	59,81	22 994	48	103	-54	0,2
IV		38 443	87	0,2	59,76	22 973	-92	52	-144	-0,4
10 I		38 451	42	0,1	59,83	23 007	-95	25	-120	-0,4
II		38 468	36	0,1	60,11	23 122	40	22	18	0,2
III		38 485	43	0,1	60,08	23 122	128	26	102	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](http://www.ine.es))

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) \* variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) \* col. 1 (t-4).

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

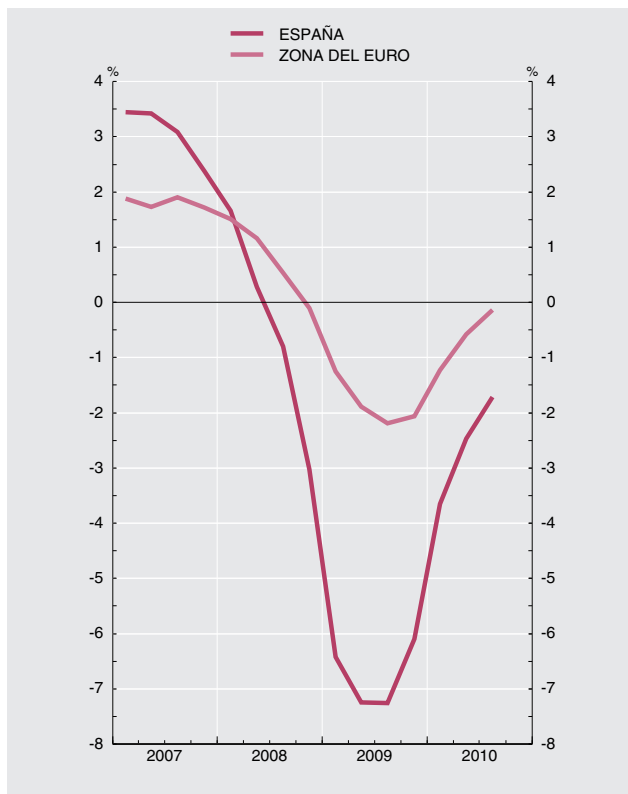
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

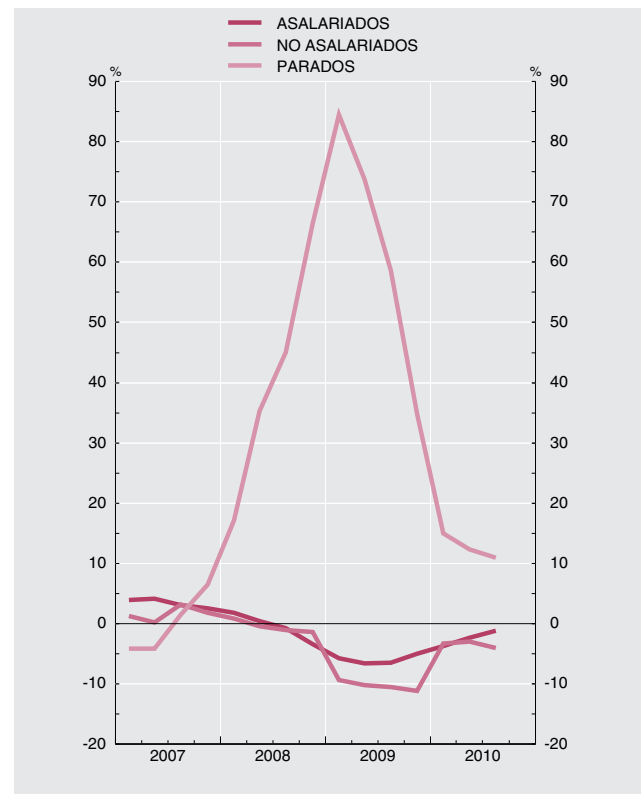
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
07	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,52
08	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,8	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	9,45
09 I-III	M	18 969	-1 423	-7,0	15 743	-1 062	-6,3	3 225	-360	-10,1	4 091	1 706	71,5	17,74	-1,8	9,30
10 I-III	M	18 473	-496	-2,6	15 358	-386	-2,4	3 115	-110	-3,4	4 611	520	12,7	19,98	-0,6	9,98
08 I		20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,23
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	-1,3	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	9,70
IV		18 646	-1 211	-6,1	15 493	-816	-5,0	3 153	-395	-11,1	4 327	1 119	34,9	18,83	-2,1	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	-1,2	9,92
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	10,02

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



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

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

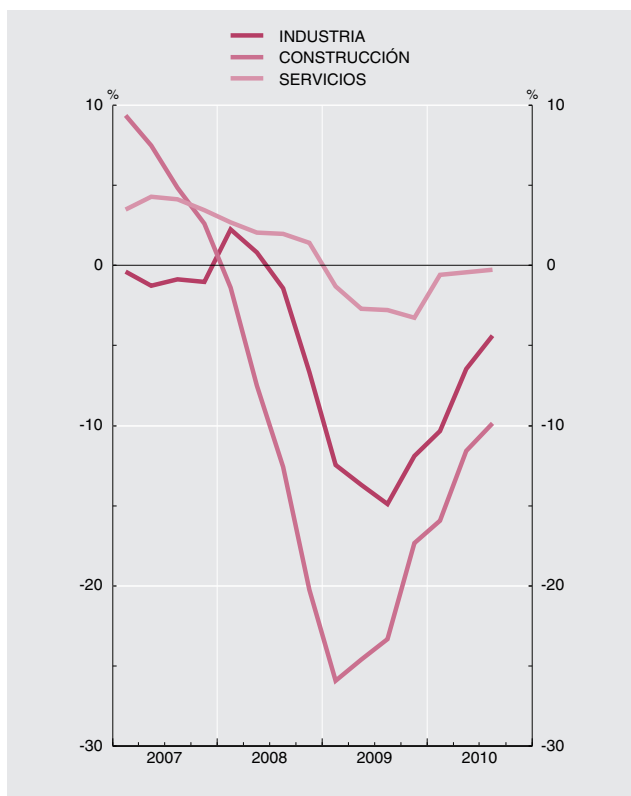
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

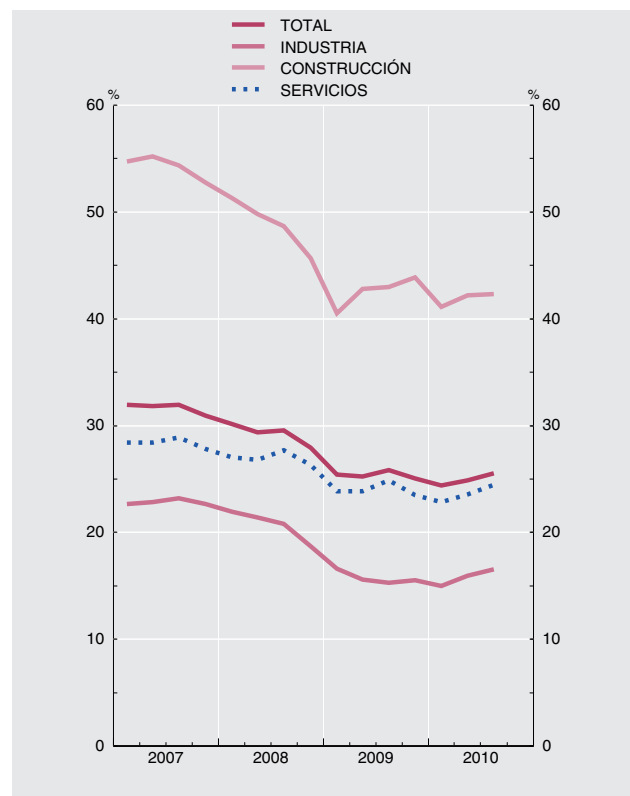
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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-III	M	-7,0	-6,3	25,5	-4,5	0,4	59,0	-13,7	-13,6	15,8	-24,7	-27,0	42,1	-2,3	-1,1	24,2	-7,3
10 I-III	M	-2,6	-2,4	24,9	0,2	4,6	58,4	-7,1	-6,7	15,8	-12,5	-14,8	41,9	-0,4	-0,2	23,6	-1,9
08 I		1,7	1,8	30,1	-6,4	-10,2	61,3	2,3	3,1	21,9	-1,4	-2,0	51,3	2,7	2,8	27,0	2,0
II		0,3	0,4	29,4	-4,4	-8,7	56,6	0,8	1,1	21,4	-7,5	-8,8	49,8	2,0	2,5	26,8	0,5
III		-0,8	-0,7	29,5	-4,6	-9,5	54,2	-1,4	-1,6	20,8	-12,6	-14,1	48,7	2,0	2,4	27,7	-0,6
IV		-3,0	-3,4	27,9	-4,8	-3,4	59,8	-6,7	-7,7	18,7	-20,2	-23,8	45,7	1,4	1,7	26,3	-3,0
09 I		-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6
II		-7,2	-6,6	25,2	-4,2	0,8	57,1	-13,7	-14,0	15,6	-24,6	-26,4	42,8	-2,7	-1,6	23,9	-7,4
III		-7,3	-6,5	25,9	-6,4	-3,5	56,9	-14,9	-15,0	15,3	-23,3	-24,5	43,0	-2,8	-1,7	24,9	-7,3
IV		-6,1	-5,0	25,1	-2,6	-1,5	59,2	-11,9	-11,4	15,5	-17,3	-17,6	43,9	-3,3	-1,8	23,5	-6,2
10 I		-3,6	-3,7	24,4	-0,3	2,4	62,7	-10,4	-10,9	15,0	-15,9	-17,2	41,1	-0,6	-0,5	22,8	-3,8
II		-2,5	-2,4	24,9	-1,1	1,1	57,1	-6,4	-5,6	15,9	-11,6	-14,8	42,2	-0,4	-0,2	23,6	-2,5
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

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

a. Series recalculadas a partir de la matriz de paso a CNAE 2009 publicada por el INE. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005 se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).



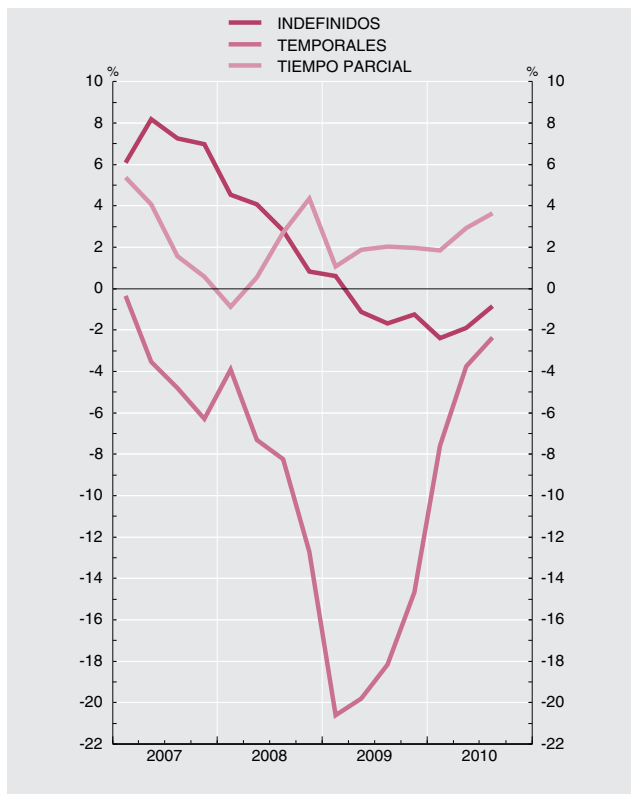
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

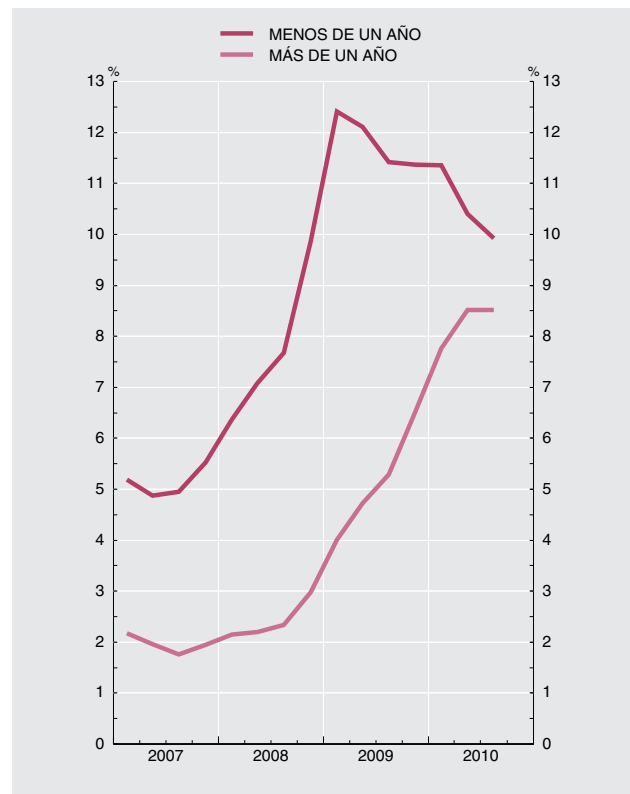
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados									Parados				
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada				Por duración				
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año		
		Variación interanual (Miles de personas)	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
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6
08	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-112	-0,8	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0
09	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-1 036	-7,1	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0
09 I-III	M	-87	-0,7	-975	-19,5	25,50	-1 136	-7,7	34	1,6	13,16	11,98	72,2	4,67	112,3
10 I-III	M	-202	-1,7	-184	-4,6	24,94	-266	-2,0	58	2,8	13,87	10,56	-11,8	8,27	77,1
08 I		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
II		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7
III		320	2,8	-444	-8,2	29,53	-175	-1,2	52	2,7	11,72	7,67	59,5	2,34	36,3
IV		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8
09 I		70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0
II		-135	-1,1	-981	-19,8	25,24	-1 155	-7,8	39	1,9	13,48	12,11	72,9	4,72	117,2
III		-197	-1,7	-899	-18,2	25,85	-1 136	-7,7	40	2,0	12,79	11,42	49,2	5,29	127,2
IV		-148	-1,3	-668	-14,7	25,08	-857	-6,0	42	2,0	13,87	11,37	14,8	6,50	117,8
10 I		-285	-2,4	-305	-7,6	24,39	-628	-4,6	39	1,8	13,99	11,36	-8,9	7,77	93,0
II		-224	-1,9	-149	-3,8	24,88	-436	-3,2	62	2,9	14,21	10,40	-14,0	8,51	80,6
III		-98	-0,8	-96	-2,4	25,56	-266	-2,0	73	3,6	13,42	9,92	-12,7	8,52	61,9

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

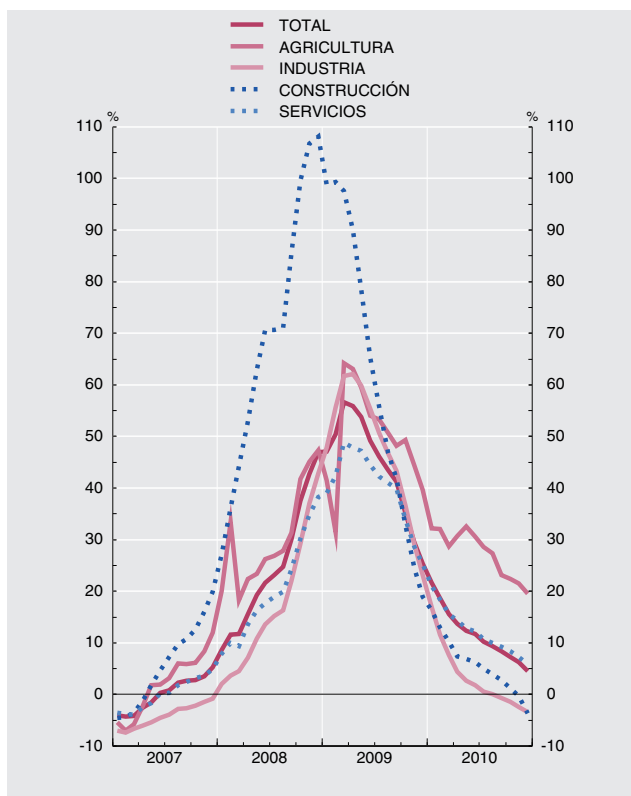
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

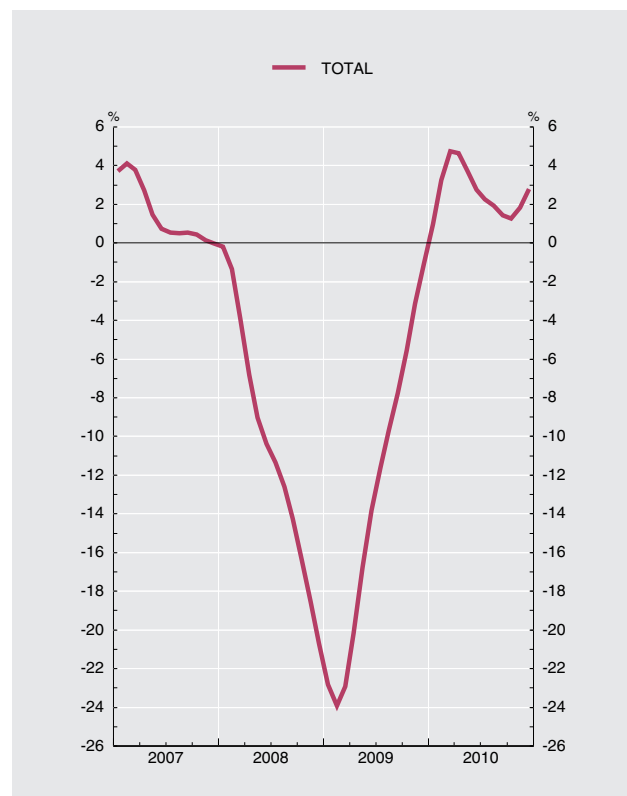
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentaje s/total			Total			
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12		
						Total	Agri-cultura	Total	Industria	Construc-ción								Servicios	
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0	
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8	
09	M	3 644	1 104	43,5	35,7	45,3	49,9	45,2	47,7	62,5	40,0	1 168	-15,5	9,41	27,97	90,59	1 165	-14,2	
09	E-D	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	E-D	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
09	Nov		3 869	880	29,4	46,2	28,2	44,4	27,8	29,1	24,5	28,6	1 204	3,6	8,92	29,75	91,08	1 189	4,8
	Dic		3 924	795	25,4	49,0	23,9	39,6	23,4	23,1	18,9	25,2	1 138	1,8	7,54	28,34	92,46	1 106	1,1
10	Ene		4 048	721	21,7	53,8	19,7	32,2	19,4	16,9	16,3	21,0	1 050	-6,7	9,01	25,01	90,99	1 030	-7,3
	Feb		4 131	649	18,6	50,9	16,6	32,0	16,2	11,6	13,0	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

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

a. Hasta diciembre de 2008, CNAE 1993; desde enero de 2009, CNAE 2009.

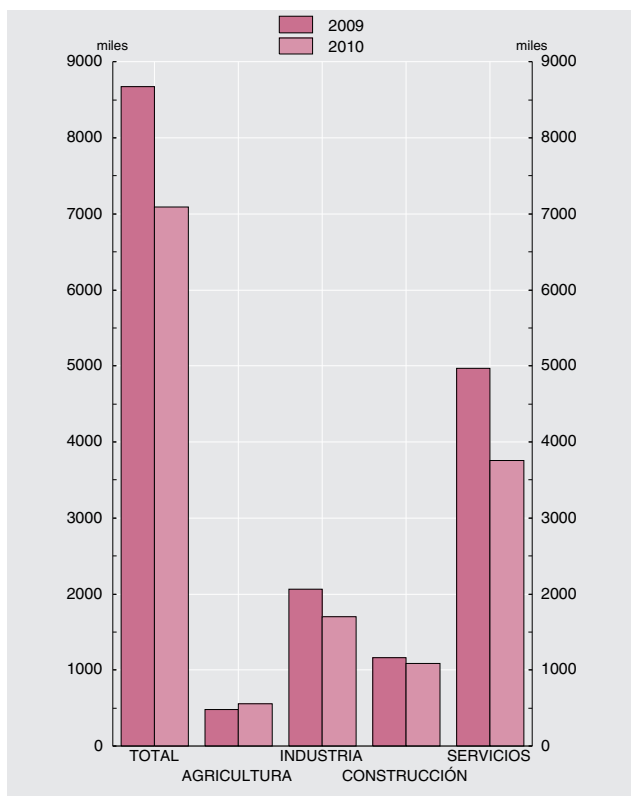
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

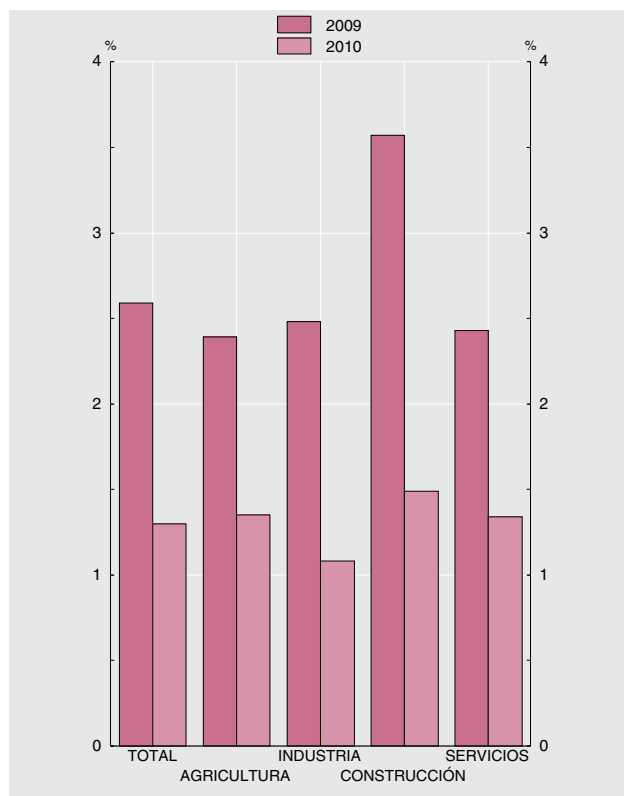
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7 (c)	8 (c)	9 (c)	10 (c)	11	12	13	14 (c)	15 (c)	16 (c)	17 (c)	
<b>07</b>	11 606	4,21	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
<b>08</b>	11 968	3,60	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
<b>09</b>	11 078	2,28	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
<b>09 Jul</b>	10 944	2,29	7 069	367	7 436	-30	445	1 939	1 114	3 939	2,66	2,92	2,67	2,44	2,51	3,58	2,52
<b>Ago</b>	10 946	2,29	7 070	376	7 446	-207	447	1 942	1 114	3 944	2,66	2,90	2,67	2,45	2,51	3,58	2,52
<b>Sep</b>	11 070	2,27	7 350	478	7 828	-162	455	1 973	1 114	4 287	2,64	2,65	2,64	2,44	2,50	3,58	2,48
<b>Oct</b>	11 077	2,27	7 491	895	8 386	19	480	2 005	1 146	4 755	2,63	2,30	2,59	2,40	2,48	3,58	2,42
<b>Nov</b>	11 077	2,27	7 537	1 052	8 589	4	481	2 038	1 158	4 913	2,63	2,35	2,60	2,40	2,48	3,57	2,44
<b>Dic</b>	11 078	2,28	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
<b>10 Ene</b>	6 741	1,29	1 154	-	1 154	-2 340	131	241	4	778	1,62	-	1,62	1,30	1,12	1,96	1,82
<b>Feb</b>	6 746	1,29	1 393	0	1 393	-4 590	151	337	39	866	1,52	1,54	1,52	1,20	1,18	0,90	1,73
<b>Mar</b>	6 782	1,29	1 754	126	1 879	-4 355	152	366	40	1 321	1,38	1,04	1,36	1,20	1,15	0,90	1,45
<b>Abr</b>	7 053	1,30	2 625	156	2 781	-3 993	224	715	40	1 802	1,29	1,04	1,27	1,46	0,94	0,90	1,39
<b>May</b>	7 057	1,30	2 890	194	3 083	-3 915	234	831	41	1 978	1,33	1,06	1,31	1,59	1,04	0,90	1,40
<b>Jun</b>	7 091	1,30	3 396	208	3 604	-3 781	234	1 060	81	2 229	1,31	1,06	1,30	1,59	1,00	1,76	1,39
<b>Jul</b>	7 092	1,30	3 548	224	3 771	-3 665	235	1 100	66	2 371	1,30	1,13	1,29	1,58	1,02	1,41	1,38
<b>Ago</b>	7 092	1,30	3 766	290	4 056	-3 391	236	1 319	66	2 435	1,29	1,10	1,28	1,58	1,01	1,41	1,39
<b>Sep</b>	7 093	1,30	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
<b>Oct</b>	7 093	1,30	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
<b>Nov</b>	7 093	1,30	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
<b>Dic</b>	7 093	1,30	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

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-diciembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-diciembre



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.

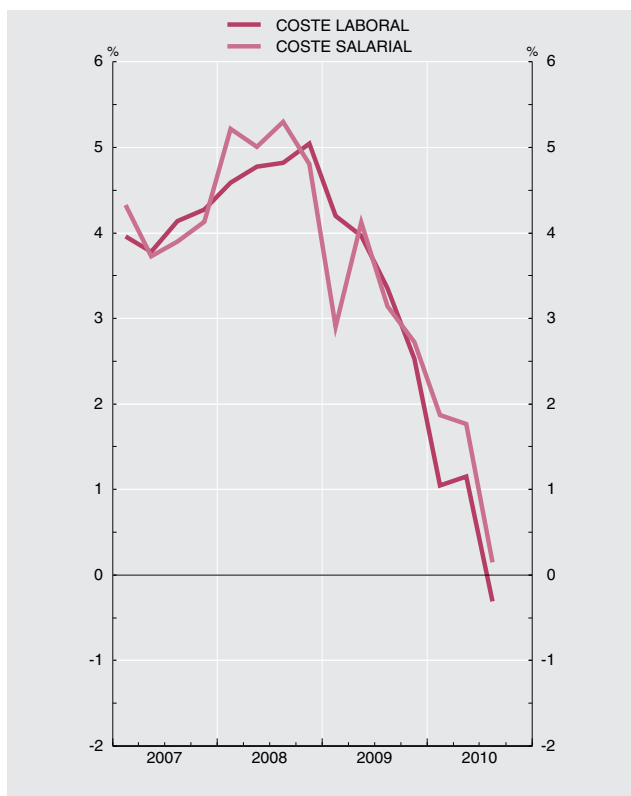
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

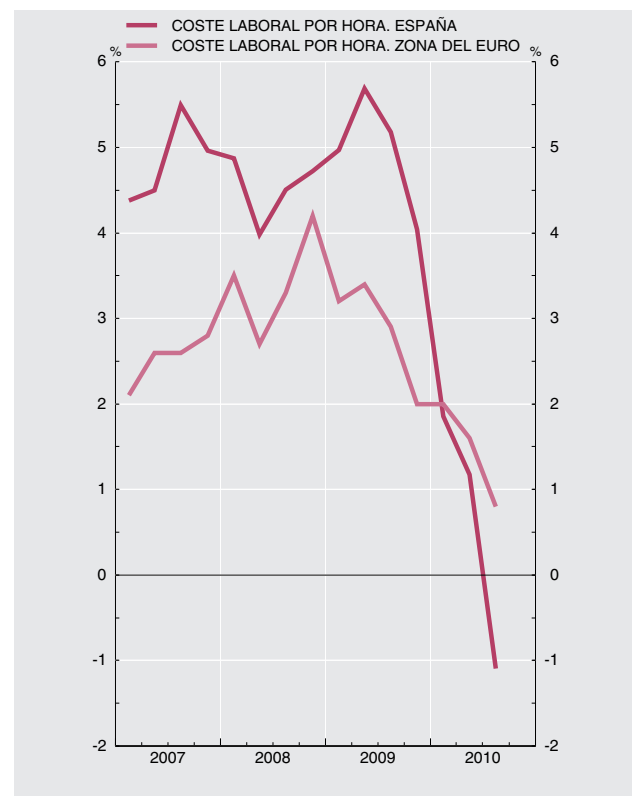
Tasas de variación interanual

		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)
		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	4,9	2,5
08	M	4,8	4,4	6,3	4,9	4,6	5,1	4,8	6,3	5,0	4,9	4,1	4,5	3,4
09	M	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	5,0	2,9
09 I-III	M	3,8	3,2	5,9	3,9	5,8	3,4	1,9	5,1	3,5	5,4	5,1	5,3	3,2
10 I-III	M	0,6	2,2	0,1	0,5	0,4	1,3	2,9	0,8	0,9	1,1	-1,1	0,6	1,5
08 I		4,6	3,6	5,4	4,9	8,6	5,2	5,3	5,5	5,1	9,3	2,9	4,9	3,5
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	2,7
III		4,8	3,9	5,7	5,2	5,4	5,3	4,6	6,1	5,4	6,0	3,5	4,5	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	5,0	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	1,9	2,0
II		1,2	2,5	0,4	1,1	0,8	1,8	3,0	1,4	1,6	1,4	-0,6	1,2	1,6
III		-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-1,1	0,8

**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.

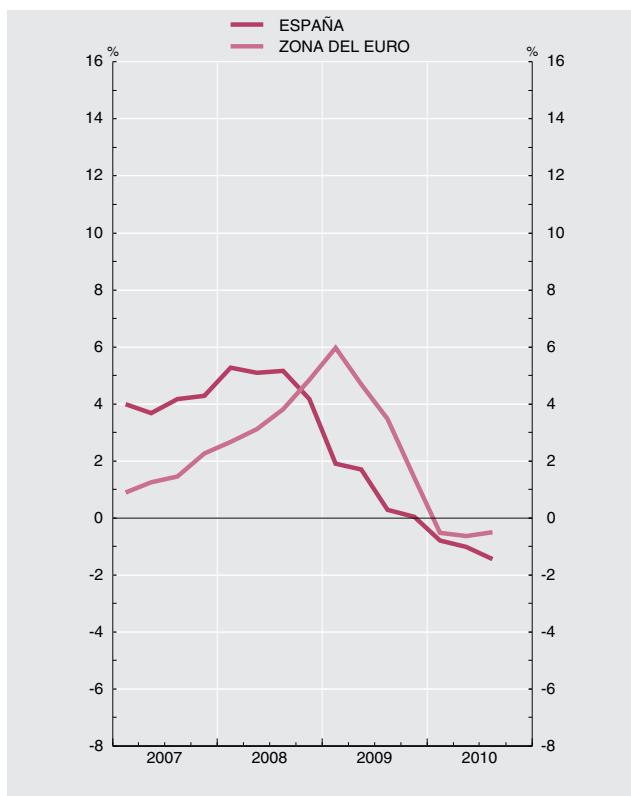
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

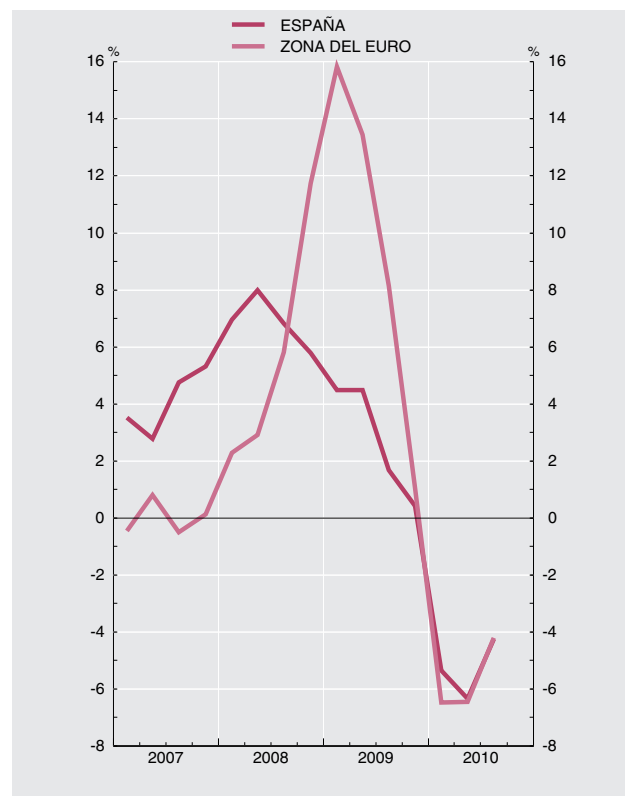
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro (d)
								España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>07</b>	P	4,0	1,5	4,8	2,5	0,7	1,0	3,6	2,8	2,8	1,8	4,1	-0,0
<b>08</b>	P	4,9	3,6	6,4	3,2	1,4	-0,4	0,9	0,3	-0,5	0,8	6,9	5,7
<b>09</b>	P	1,0	3,9	4,1	1,5	3,1	-2,2	-3,7	-4,0	-6,6	-1,8	2,8	9,6
<b>07 / IV</b>	P	4,3	2,3	5,2	2,8	0,8	0,5	3,2	2,2	2,3	1,7	5,3	0,1
<b>08 / I</b>	P	5,3	2,7	6,3	3,3	1,0	0,6	2,8	2,1	1,7	1,5	7,0	2,3
<b>08 / II</b>	P	5,1	3,1	6,7	3,2	1,5	0,1	1,9	1,2	0,4	1,2	8,0	2,9
<b>08 / III</b>	P	5,2	3,8	6,3	3,4	1,1	-0,4	0,3	0,1	-0,8	0,5	6,8	5,8
<b>08 / IV</b>	P	4,2	4,8	6,2	2,7	2,0	-2,0	-1,4	-2,1	-3,3	-0,1	5,8	11,7
<b>09 / I</b>	P	1,9	6,0	4,8	1,7	2,9	-4,0	-3,5	-5,2	-6,2	-1,3	4,5	15,8
<b>09 / II</b>	P	1,7	4,7	4,5	1,5	2,8	-3,1	-4,4	-4,9	-7,1	-1,9	4,5	13,5
<b>09 / III</b>	P	0,3	3,5	3,9	1,6	3,6	-1,8	-3,9	-4,0	-7,2	-2,2	1,7	8,1
<b>09 / IV</b>	P	0,0	1,4	3,2	1,4	3,1	0,0	-3,0	-2,0	-6,0	-2,1	0,4	1,1
<b>10 / I</b>	P	-0,8	-0,5	1,8	1,5	2,6	2,1	-1,4	0,8	-3,8	-1,2	-5,3	-6,5
<b>10 / II</b>	P	-1,0	-0,6	1,5	1,9	2,6	2,5	-0,0	2,0	-2,5	-0,6	-6,3	-6,5
<b>10 / III</b>	P	-1,4	-0,5	0,5	1,5	1,9	2,1	0,2	1,9	-1,7	-0,1	-4,2	-4,2

**COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL**  
Tasas de variación interanual



**COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

d. Ramas industriales y energía.

## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
	Serie original	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub> (b)	s/ T <sub>dic</sub> (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sub>12</sub>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	103,8	5,7
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,0	3,1
09	M	106,7	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3
09	E-D	M	106,7	0,1	-0,3	-0,2	-1,3	0,9	-8,7	2,4	0,8	95,7	-11,1
10	E-D	M	108,6	0,3	1,8	0,8	0,0	1,0	-0,4	12,6	0,6	...	...
09	Sep		106,4	-0,2	-1,0	-0,4	-2,5	0,5	-2,1	-10,2	1,8	90,4	-14,0
	Oct		107,2	0,7	-0,7	0,3	-2,6	0,4	-2,1	-6,6	1,6	91,4	-12,2
	Nov		107,8	0,5	0,3	0,8	-2,7	0,5	-1,7	1,9	1,6	92,2	-9,3
	Dic		107,8	-	0,8	0,8	-3,1	0,7	-1,7	7,5	1,6	95,0	-5,5
10	Ene		106,7	-1,0	1,0	-1,0	-3,2	0,5	-1,7	11,4	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	103,9	1,0
	Mar		107,3	0,7	1,4	-0,5	-2,2	0,6	-1,5	13,9	1,3	111,4	5,6
	Abr		108,4	1,1	1,5	0,6	-1,3	0,5	-1,5	16,7	0,8	110,9	2,8
	May		108,7	0,2	1,8	0,8	-0,8	0,9	-1,1	16,4	1,0	115,8	13,7
	Jun		108,9	0,2	1,5	1,0	0,5	1,2	-0,8	10,9	1,0	101,8	8,6
	Jul		108,4	-0,4	1,9	0,6	1,1	0,7	-0,1	11,8	1,4	87,0	4,5
	Ago		108,6	0,3	1,8	0,8	1,6	0,8	0,2	8,9	1,5	88,5	5,1
	Sep		108,7	0,1	2,1	0,9	1,3	1,1	0,4	11,1	1,5	97,6	8,0
	Oct		109,7	0,9	2,3	1,8	2,1	1,1	0,6	12,6	1,5	...	...
	Nov		110,3	0,5	2,3	2,4	2,2	1,3	0,8	11,7	1,5	...	...
	Dic		111,0	0,6	3,0	3,0	2,6	2,6	0,9	15,6	1,6	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

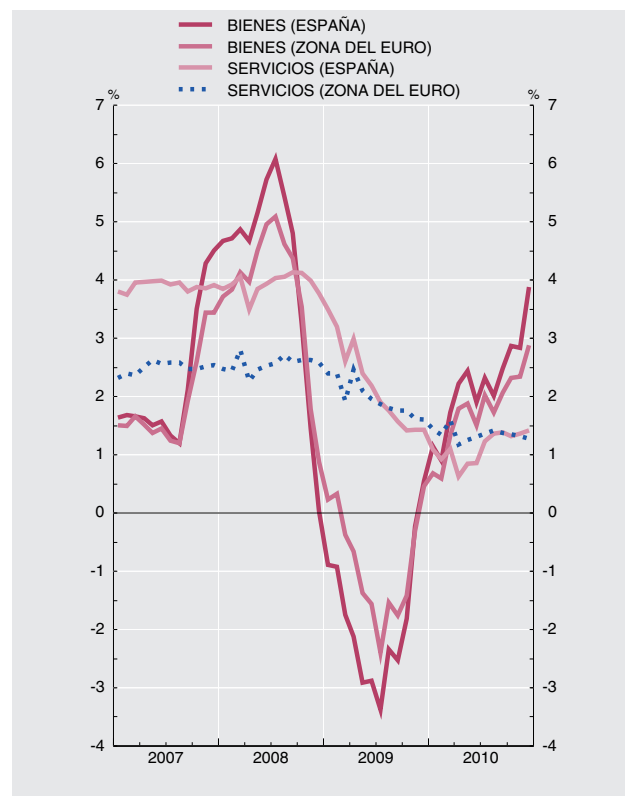
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
<b>07</b>	M	2,8	2,1	2,2	1,9	4,1	2,8	3,9	2,8	4,3	3,0	1,0	1,4	0,7	1,0	1,7	2,6	3,9	2,5
<b>08</b>	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6
<b>09</b>	M	-0,2	0,3	-1,8	-0,9	0,2	0,7	1,0	1,1	-0,7	0,2	-2,9	-1,7	-0,9	0,6	-9,0	-8,1	2,2	2,0
<b>09 E-D</b>	M	-0,2	0,3	-1,8	-0,9	0,2	0,7	1,0	1,1	-0,7	0,2	-2,9	-1,7	-0,9	0,6	-9,0	-8,1	2,2	2,0
<b>10 E-D</b>	MP	1,8	1,6	2,2	1,8	0,7	1,0	1,4	0,9	-0,1	1,2	3,0	2,1	-0,3	0,4	12,5	7,4	1,1	1,4
<b>09 Sep</b>		-0,9	-0,3	-2,5	-1,8	-0,5	-0,2	0,7	0,5	-1,8	-1,3	-3,7	-2,6	-1,5	0,5	-10,1	-11,0	1,6	1,8
<b>Oct</b>		-0,6	-0,1	-1,8	-1,4	-0,5	-0,4	0,8	0,3	-2,0	-1,6	-2,6	-1,9	-1,5	0,3	-6,5	-8,5	1,4	1,8
<b>Nov</b>		0,4	0,5	-0,2	-0,3	-0,5	-0,1	1,0	0,5	-2,1	-1,3	-0,2	-0,4	-1,2	0,3	1,9	-2,4	1,4	1,6
<b>Dic</b>		0,9	0,9	0,5	0,5	-0,5	-0,2	1,3	0,7	-2,4	-1,6	1,1	0,8	-1,1	0,4	7,4	1,8	1,4	1,6
<b>10 Ene</b>		1,1	1,0	1,1	0,7	-0,6	-0,1	1,1	0,6	-2,5	-1,3	2,0	1,1	-1,2	0,1	11,3	4,0	1,1	1,4
<b>Feb</b>		0,9	0,9	0,9	0,6	-0,9	-0,1	1,1	0,6	-2,9	-1,2	1,8	0,9	-1,1	0,1	9,8	3,3	0,9	1,3
<b>Mar</b>		1,5	1,4	1,7	1,3	-0,3	0,3	1,2	0,5	-1,8	-0,1	2,8	1,8	-1,1	0,1	13,8	7,2	1,1	1,6
<b>Abr</b>		1,6	1,5	2,2	1,8	-0,1	0,7	0,9	0,6	-1,2	0,7	3,5	2,3	-1,1	0,2	16,6	9,1	0,6	1,2
<b>May</b>		1,8	1,6	2,4	1,9	0,4	0,7	1,4	0,9	-0,7	0,4	3,6	2,5	-0,8	0,3	16,3	9,2	0,8	1,3
<b>Jun</b>		1,5	1,4	1,9	1,5	1,0	0,9	1,8	0,9	0,2	0,9	2,4	1,8	-0,6	0,4	10,8	6,2	0,9	1,3
<b>Jul</b>		1,9	1,7	2,3	2,0	0,8	1,3	0,9	0,9	0,8	1,9	3,1	2,4	-0,1	0,5	11,7	8,1	1,2	1,4
<b>Ago</b>		1,8	1,6	2,0	1,7	1,1	1,5	1,1	1,0	1,1	2,4	2,5	1,8	0,1	0,4	8,9	6,1	1,4	1,4
<b>Sep</b>		2,1	1,8	2,5	2,1	1,2	1,6	1,4	1,0	1,0	2,5	3,1	2,3	0,3	0,6	11,0	7,7	1,4	1,4
<b>Oct</b>		2,3	1,9	2,9	2,3	1,4	1,7	1,3	1,2	1,5	2,4	3,6	2,6	0,4	0,7	12,6	8,5	1,3	1,4
<b>Nov</b>		2,2	1,9	2,8	2,3	1,6	1,8	1,4	1,3	1,7	2,7	3,5	2,6	0,6	0,8	11,7	7,9	1,4	1,3
<b>Dic</b>	P	2,9	2,2	3,9	2,9	2,6	2,1	3,1	1,5	2,1	3,2	4,6	3,3	0,6	0,7	15,6	11,0	1,4	1,3

### ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Tasas de variación interanual



### ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int))

### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

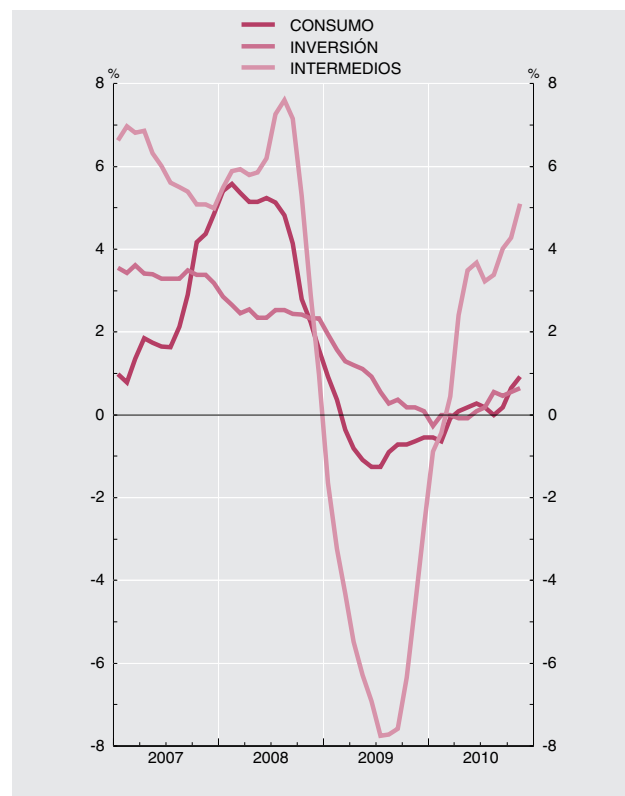
Tasas de variación interanual

		General		Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
07	MP	109,2	-	3,6	-	2,4	-	3,4	-	5,9	-	1,6	2,7	2,2	2,2	4,6	1,2
08	MP	116,3	-	6,5	-	4,4	-	2,5	-	5,5	-	14,3	6,1	3,9	2,1	3,9	14,3
09	MP	112,4	-	-3,4	-	-0,6	-	0,8	-	-5,4	-	-6,8	-5,1	-2,1	0,5	-5,2	-11,5
09 E-N	MP	112,3	-	-3,7	-	-0,6	-	0,9	-	-5,7	-	-7,9	-5,3	-2,1	0,5	-5,4	-12,1
10 E-N	MP	115,7	-	3,0	-	0,1	-	0,2	-	2,6	-	9,5	2,7	0,2	0,2	3,2	6,0
09 Ago	P	113,0	0,6	-5,5	0,5	-0,9	-0,2	0,3	0,4	-7,7	1,6	-11,5	-7,5	-2,6	-0,1	-7,5	-17,1
Sep	P	112,5	-0,4	-5,4	0,1	-0,7	0,2	0,4	-0,1	-7,6	-2,2	-11,5	-7,7	-2,8	-0,4	-7,4	-17,5
Oct	P	112,4	-0,1	-4,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,2	-0,1	-6,3	0,6	-8,4	-6,6	-2,9	-0,6	-6,5	-14,5
Nov	P	112,4	-	-1,8	-0,3	-0,6	-	0,2	-0,4	-4,6	0,8	-0,7	-4,4	-2,4	-0,6	-4,9	-8,7
Dic	P	112,5	0,1	0,4	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	-2,7	0,2	6,3	-2,9	-2,0	-0,5	-3,5	-5,0
10 Ene	P	113,6	1,0	0,9	0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,6	-0,9	3,2	6,3	-1,0	-0,7	-0,6	-1,5	-1,5
Feb	P	113,8	0,2	1,1	-	-0,6	0,2	-	0,3	-0,4	0,4	6,8	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5
Mar	P	114,6	0,7	2,3	0,1	-0,1	-0,1	-	0,4	0,4	2,2	10,1	0,9	-0,4	-0,3	0,8	3,1
Abr	P	115,8	1,0	3,7	-	0,1	-	-0,1	1,3	2,4	2,4	13,1	2,8	-0,3	-0,0	2,7	7,9
May	P	116,0	0,2	3,8	-0,1	0,2	-	-0,1	0,8	3,5	0,2	12,0	3,1	-0,0	0,3	3,9	7,4
Jun	P	116,1	0,1	3,2	0,1	0,3	0,1	0,1	-	3,7	0,2	8,7	3,1	0,2	0,4	4,3	6,2
Jul	P	116,0	-0,1	3,3	-	0,2	-	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	4,4	1,2	0,8	5,5	8,8
Nov	P	117,4	0,3	4,4	-	0,9	0,1	0,6	0,4	5,1	0,9	10,6	4,5	1,5	0,8	5,8	8,8

#### 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.



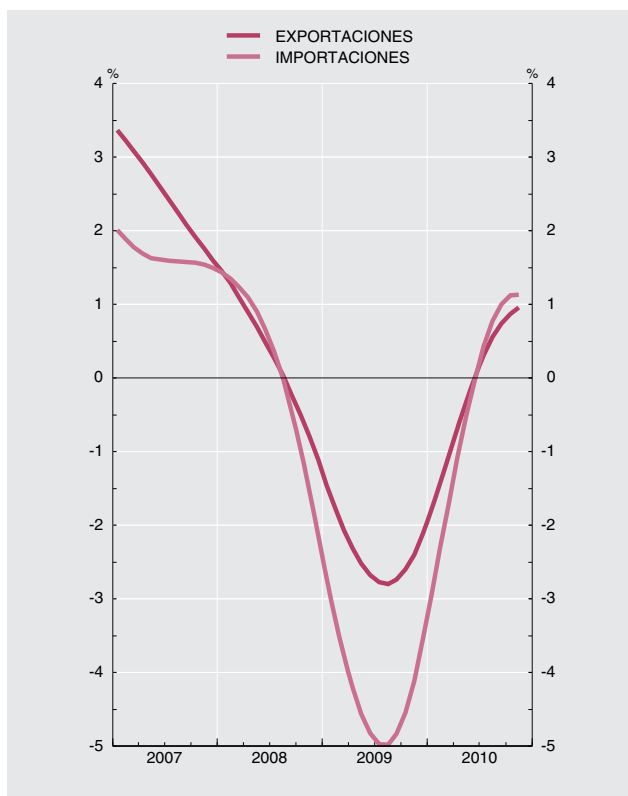
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

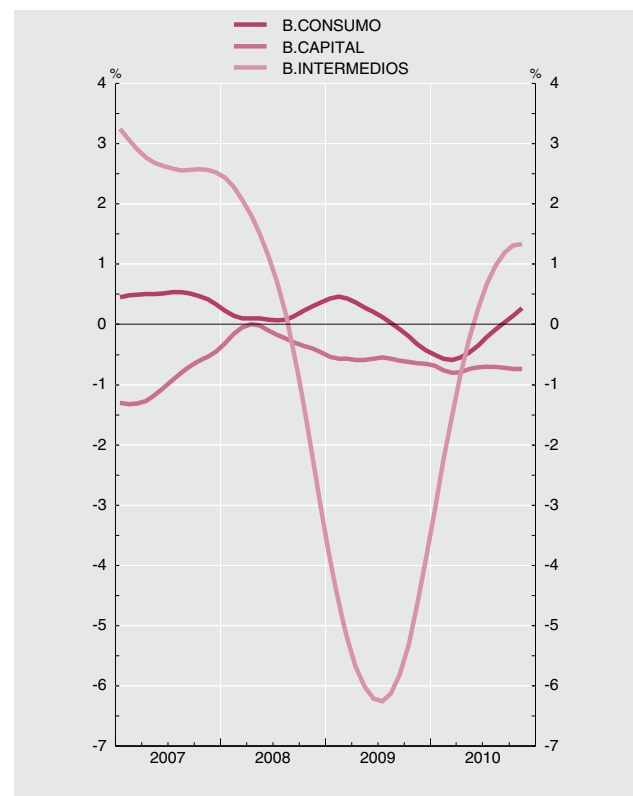
Tasas de variación interanual

	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	
<b>07</b>	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
<b>08</b>	1,9	0,7	1,7	2,7	30,9	0,1	3,8	0,1	1,9	5,7	21,3	-0,7
<b>09</b>	-6,8	-2,8	-6,3	-9,6	-29,8	-7,0	-10,6	-3,2	-5,1	-14,4	-27,5	-8,9
<b>09 E-N</b>	-6,8	-2,8	-5,4	-9,7	-30,1	-7,2	-11,0	-2,8	-5,2	-15,1	-29,9	-9,0
<b>10 E-N</b>	2,4	2,3	-5,3	3,8	12,8	3,4	4,8	1,6	3,3	6,5	23,9	2,3
<b>09 Jun</b>	-5,7	1,9	-8,2	-10,3	-30,2	-7,7	-10,7	-1,8	0,1	-15,2	-35,2	-6,5
<b>Jul</b>	-7,2	-1,0	-6,2	-11,7	-39,8	-7,5	-13,2	-5,5	5,2	-17,8	-33,6	-10,2
<b>Ago</b>	-11,2	-5,1	-8,5	-14,9	-42,1	-10,2	-16,4	-11,3	-15,0	-18,7	-29,7	-12,8
<b>Sep</b>	-8,6	-2,4	-16,6	-11,5	-37,8	-7,7	-12,9	-0,5	-17,6	-17,8	-31,3	-12,0
<b>Oct</b>	-6,6	-4,7	11,8	-10,7	-38,5	-7,6	-13,8	-12,1	-4,4	-15,8	-26,0	-11,7
<b>Nov</b>	-8,6	-5,7	-4,4	-11,4	-37,4	-7,9	-12,5	-14,5	-9,8	-12,0	-15,8	-9,8
<b>Dic</b>	-6,7	-2,5	-15,2	-7,9	-26,7	-5,3	-7,2	-8,0	-4,6	-7,3	-2,3	-7,6
<b>10 Ene</b>	-2,9	-3,1	-6,2	-2,3	-8,1	-1,3	-1,5	-6,3	4,5	0,2	14,6	-3,7
<b>Feb</b>	-1,8	1,8	-7,7	-3,1	-3,7	-2,2	-0,8	-8,0	-6,7	4,3	24,9	0,3
<b>Mar</b>	-1,9	1,6	-13,5	-2,3	0,6	-2,3	-1,2	-8,6	-9,9	4,1	26,5	-1,1
<b>Abr</b>	0,3	-4,3	2,2	3,1	13,8	2,4	1,1	-5,3	-5,9	4,6	30,2	-2,0
<b>May</b>	4,1	3,0	-15,0	8,8	19,0	8,6	5,2	-7,3	4,8	10,7	38,4	4,5
<b>Jun</b>	2,7	1,5	-10,2	6,1	11,4	6,2	6,5	0,6	-2,0	9,5	30,5	3,8
<b>Jul</b>	3,8	2,6	-8,0	6,9	17,6	6,0	5,1	7,6	1,3	4,0	17,9	0,6
<b>Ago</b>	6,8	4,3	0,2	8,8	26,1	6,9	12,2	13,4	18,5	10,9	21,2	8,8
<b>Sep</b>	5,6	4,7	7,7	5,6	17,2	5,0	6,6	4,6	16,0	6,9	20,6	3,6
<b>Oct</b>	5,0	6,9	1,0	4,5	21,0	3,5	9,0	12,3	0,4	8,6	22,0	5,2
<b>Nov</b>	4,5	6,3	-8,2	5,3	25,0	4,0	10,0	13,7	14,4	7,6	16,2	5,0

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

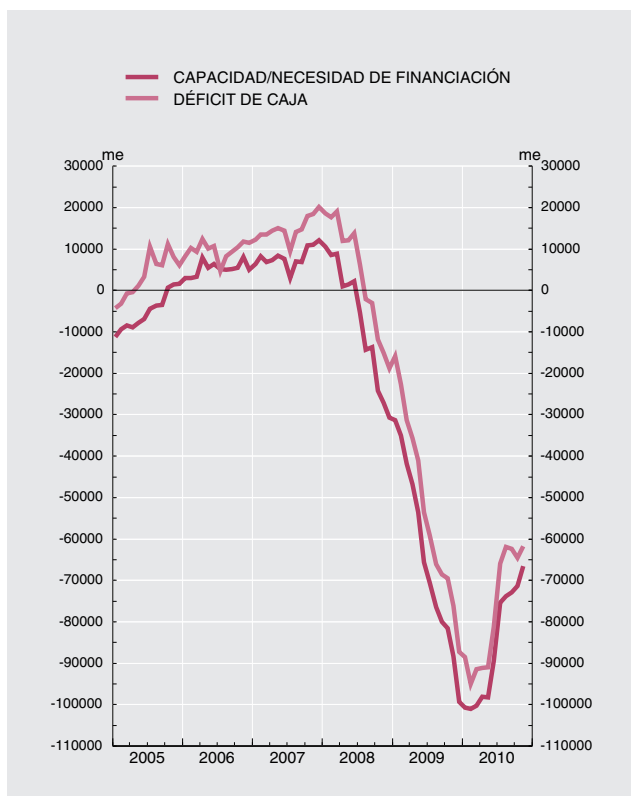
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

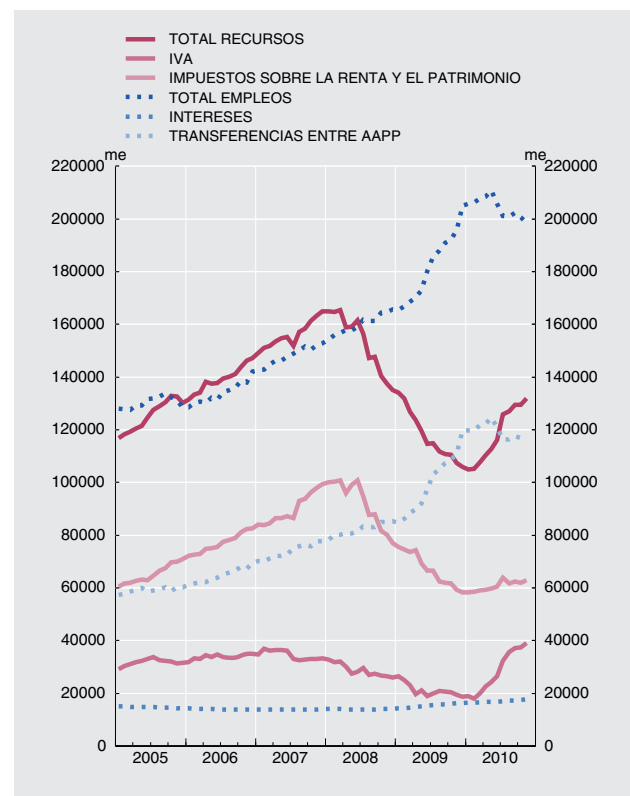
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación 1 = 2-8	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total 2 = 3a7	Impuesto sobre el valor añadido (IVA) 3	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA 4	Intereses y otras rentas de la propiedad 5	Impuestos sobre la renta y el patrimonio 6	Resto 7	Total 8 = 9a13	Remuneración de asalariados 9	Intereses 10	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas 11	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital 12	Resto 13	Déficit de caja 14 = 15-16	Ingresos líquidos 15	Pagos líquidos 16
05	1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	12 098	165 010	33 332	12 938	6 645	99 240	12 855	152 912	18 006	14 024	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	-30 642	135 104	26 065	12 715	7 006	76 927	12 391	165 746	19 179	14 147	85 333	5 911	41 176	-18 747	129 336	148 082
09	P -99 258	105 827	18 767	11 563	8 144	58 234	9 119	205 085	20 141	16 318	119 693	5 988	42 945	-87 281	102 038	189 319
09 E-N	P -71 573	97 286	19 093	10 633	4 868	55 325	7 367	168 859	17 349	14 889	101 097	2 515	33 009	-68 508	95 092	163 601
10 E-N	A -38 902	123 360	39 505	10 811	5 111	60 004	7 929	162 262	17 362	16 288	97 325	1 572	29 715	-43 047	119 210	162 257
09 Nov	P -12 226	5 132	-19	1 020	202	2 447	1 482	17 358	1 476	1 371	9 796	598	4 117	-10 907	5 575	16 482
09 Dic	P -27 685	8 541	-326	930	3 276	2 909	1 752	36 226	2 792	1 429	18 596	3 473	9 936	-18 773	6 946	25 719
10 Ene	A -719	9 217	-496	1 006	330	9 477	-1 100	9 936	1 418	1 453	4 921	120	2 024	-3 590	10 725	14 315
10 Feb	A 3 971	18 302	12 454	945	220	2 946	1 737	14 331	1 451	1 259	8 322	98	3 201	-4 169	16 805	20 974
10 Mar	A -11 940	4 278	562	697	1 220	2 690	-891	16 218	1 479	1 430	10 651	18	2 640	-7 787	5 229	13 016
10 Abr	A 2 886	17 362	5 097	1 099	439	10 181	546	14 476	1 602	1 408	8 517	405	2 544	3 153	16 801	13 648
10 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
10 Jun	A -10 910	5 090	787	1 108	416	597	2 182	16 000	2 695	1 464	8 690	-57	3 208	-7 916	4 080	11 996
10 Jul	A 3 928	21 121	9 606	993	546	9 346	630	17 193	1 395	1 568	11 471	187	2 572	1 114	20 944	19 831
10 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
10 Sep	A -1 526	14 284	4 931	1 084	625	6 366	1 278	15 810	1 470	1 509	9 850	162	2 819	-885	13 747	14 632
10 Oct	A 5 088	19 562	6 173	1 004	306	11 369	710	14 474	1 460	1 602	8 512	270	2 630	3 090	19 220	16 131
10 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

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).

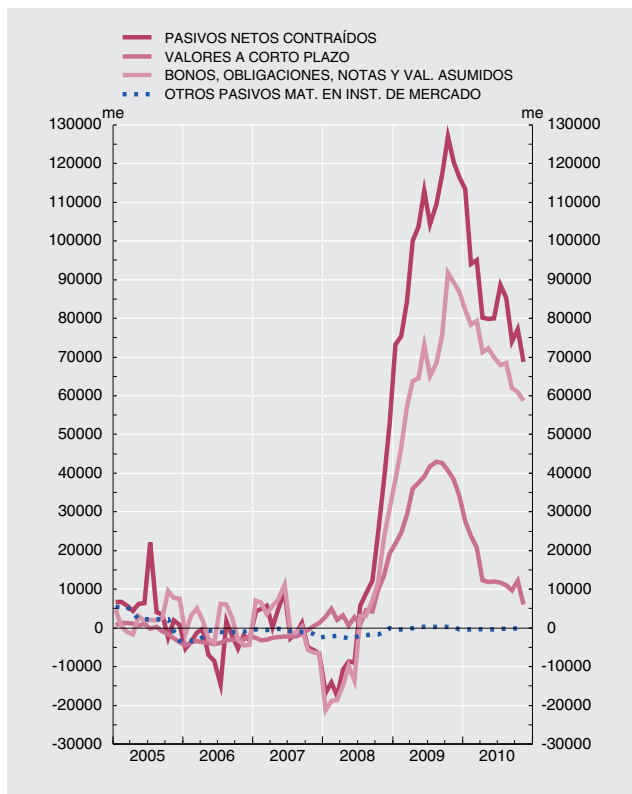
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

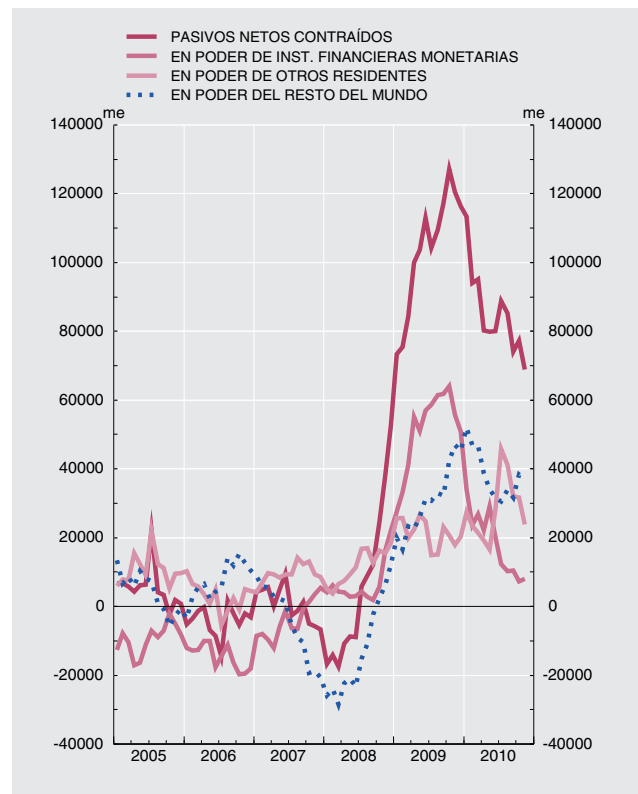
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos											Contracción netas de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Del cual		Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
	Total	Depósitos en el Banco de España	Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
										Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
05	1 590	2 292	0	702	-1 910	-3 771	7 526	-486	-3 411	844	1 460	-8 257	9 717	-758	-142
06	5 005	1 917	-200	-3 088	-1 197	-2 198	-4 348	-486	-418	4 361	-13 445	-18 000	4 555	-10 357	-7 449
07	12 098	5 382	65	-6 716	-120	1 206	-6 477	-519	-2 495	1 569	13 867	5 342	8 525	-20 582	-8 285
08	-30 642	22 314	4 337	52 956	1 175	19 355	30 817	-520	-40	3 344	40 724	22 233	18 490	12 232	49 612
09	P -99 258	17 125	-4 197	116 383	1 503	34 043	86 813	-535	-412	-3 527	71 081	50 819	20 262	45 302	119 910
09 E-N	P -71 573	32 158	2 932	103 731	1 500	33 632	79 593	-535	-69	-8 890	60 425	48 116	12 309	43 306	112 621
10 E-N	A -38 902	17 274	-10	56 176	-884	5 732	51 530	-544	480	-1 023	21 132	5 250	15 882	35 044	57 199
09 Nov	P -12 226	-910	-2 563	11 316	2	4 190	10 655	-	-1	-3 528	2 272	4 977	-2 706	9 044	14 844
09 Dic	P -27 685	-15 033	-7 129	12 652	2	411	7 221	-	-343	5 363	10 656	2 703	7 953	1 996	7 289
10 Ene	A -719	6 902	1 176	7 621	3	-591	-11 818	-	16	20 014	-1 088	-11 267	10 179	8 709	-12 393
10 Feb	A 3 971	-10 984	-1 280	-14 955	2	-2 128	9 925	-	-17	-22 734	-8 163	-3 947	-4 216	-6 792	7 780
10 Mar	A -11 940	479	-2	12 419	-62	947	12 489	-	22	-1 039	8 185	9 085	-899	4 234	13 458
10 Abr	A 2 886	4 329	-100	1 443	-15	-3 070	3 173	-544	-32	1 916	5 664	3 467	2 198	-4 221	-472
10 May	A -13 082	-4 889	100	8 193	2	597	7 886	-	4	-295	9 626	7 807	1 819	-1 434	8 487
10 Jun	A -10 910	3 133	20	14 043	2	1 222	9 090	-	19	3 712	12 463	-106	12 569	1 580	10 332
10 Jul	A 3 928	7 599	257	3 671	-818	2 500	-8 528	-	175	9 523	5 157	-10 456	15 614	-1 487	-5 853
10 Ago	A -9 084	-7 088	23	1 996	2	2 495	4 967	-	-6	-5 459	-3 979	-1 035	-2 944	5 975	7 455
10 Sep	A -1 526	5 173	-1	6 699	2	644	8 864	-	-33	-2 776	-131	5 548	-5 679	6 830	9 475
10 Oct	A 5 088	17 265	2 497	12 177	-4	5 037	7 102	-	190	-152	-1 695	567	-2 262	13 872	12 329
10 Nov	A -7 514	-4 645	-2 700	2 869	2	-1 919	8 379	-	142	-3 733	-4 909	5 588	-10 497	7 778	6 602

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA (Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

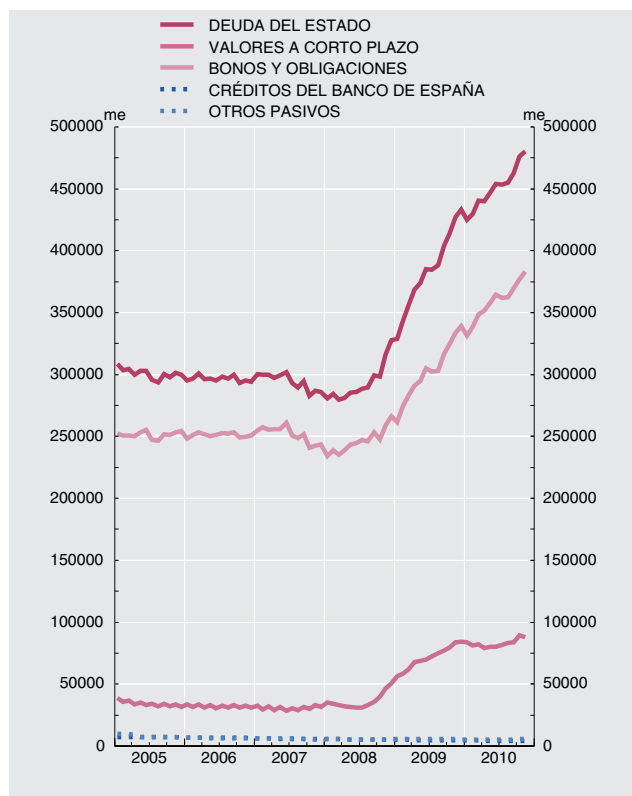
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

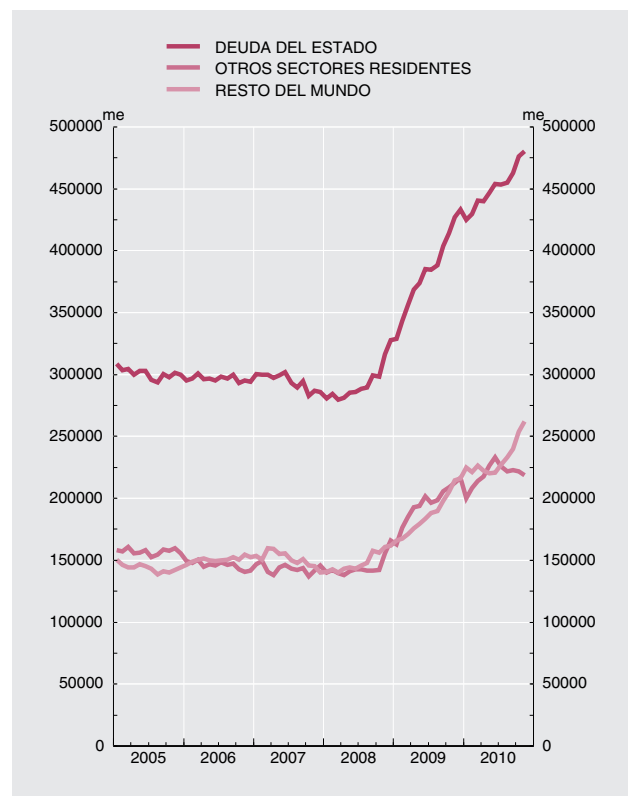
Millones de euros

Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)											Pro memoria:		
Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalés prestados (saldo vivo)	
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
05		299 656	2 154	31 647	254 442	6 902	6 666	178 476	22 810	155 666	143 990	300	6 020
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	Nov	P 426 923	66	83 554	333 205	4 665	5 498	258 770	46 469	212 301	214 622	7 434	53 565
	Dic	P 433 093	68	84 303	338 969	4 665	5 155	262 957	46 105	216 852	216 241	305	58 854
10	Ene	A 424 935	69	83 697	331 401	4 665	5 172	245 942	46 105	199 837	225 098	1 481	60 667
	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	280 603	54 623	225 980	227 202	476	63 794
	Ago	A 454 894	0	83 082	362 392	4 082	5 338	280 670	58 952	221 718	233 176	500	64 760
	Sep	A 462 742	0	83 952	369 403	4 082	5 304	281 885	59 102	222 783	239 959	499	65 267
	Oct	A 476 034	0	89 354	377 104	4 082	5 494	281 361	59 344	222 017	254 017	2 996	65 183
	Nov	A 480 449	0	87 787	382 944	4 082	5 636	278 710	60 244	218 465	261 984	296	69 311

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

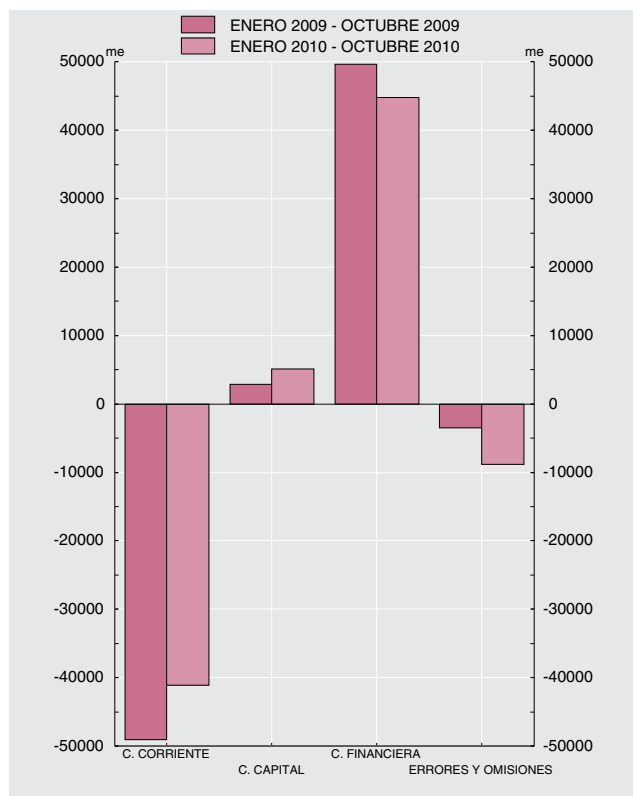
**7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**

■ Serie representada gráficamente.

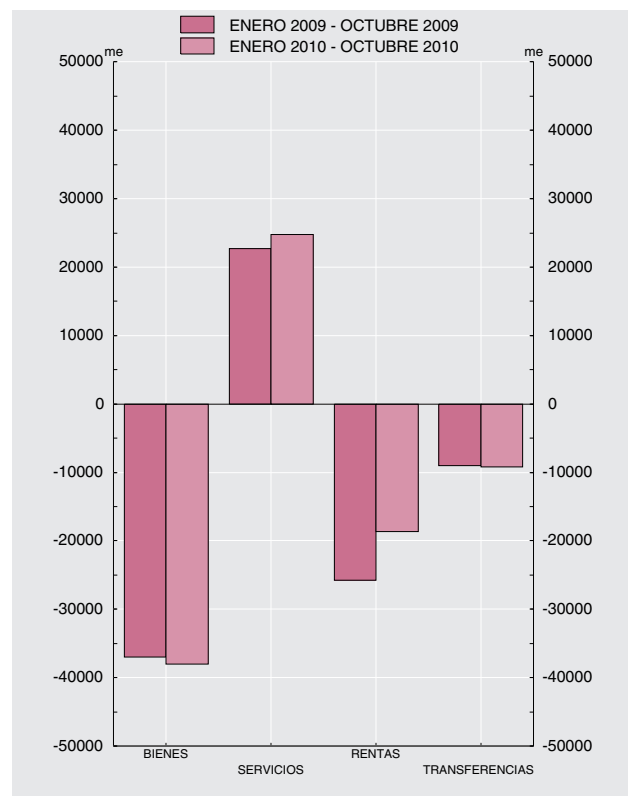
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Del cual		Del cual										
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)		
<b>07</b>	-105 266	-91 116	192 685	283 801	23 051	93 306	42 061	70 255	14 360	-30 055	57 961	88 016	-7 146	4 577	-100 689	101 004	-315	
<b>08</b>	P -105 973	-86 724	192 740	279 464	26 144	97 437	41 901	71 293	13 834	-36 034	54 034	90 067	-9 360	5 474	-100 499	101 975	-1 477	
<b>09</b>	P -58 299	-45 111	160 546	205 657	25 328	88 057	38 125	62 729	12 086	-30 536	40 679	71 215	-7 980	4 057	-54 241	57 580	-3 339	
<b>09 E-O</b>	P -49 070	-36 965	132 382	169 347	22 731	75 149	33 719	52 418	10 116	-25 781	32 542	58 324	-9 055	2 872	-46 197	49 694	-3 497	
<b>10 E-O</b>	P -41 083	-37 980	154 346	192 326	24 734	78 139	34 990	53 406	10 596	-18 655	30 771	49 426	-9 182	5 096	-35 987	44 800	-8 813	
<b>09 Jul</b>	P -2 056	-2 820	14 659	17 479	3 573	9 629	4 709	6 056	1 230	-2 388	4 561	6 949	-420	162	-1 895	2 947	-1 053	
<b>Ago</b>	P -3 344	-4 236	10 206	14 442	3 535	8 539	4 906	5 004	1 280	-1 650	2 218	3 869	-992	431	-2 913	3 330	-417	
<b>Sep</b>	P -4 671	-4 981	14 051	19 033	2 489	7 942	4 006	5 453	1 222	-1 472	3 263	4 734	-706	69	-4 602	4 951	-349	
<b>Oct</b>	P -4 923	-3 499	15 211	18 710	2 302	7 928	3 595	5 626	1 131	-2 006	2 650	4 657	-1 720	-4	-4 927	6 415	-1 489	
<b>Nov</b>	P -5 166	-4 437	14 316	18 753	1 218	6 132	2 365	4 914	1 020	-2 637	2 438	5 076	690	396	-4 770	5 531	-761	
<b>Dic</b>	P -4 063	-3 710	13 847	17 557	1 379	6 777	2 041	5 397	951	-2 117	5 698	7 815	384	789	-3 274	2 355	919	
<b>10 Ene</b>	P -5 330	-4 097	12 237	16 334	1 237	6 312	2 433	5 075	877	-1 116	3 078	4 193	-1 354	1 293	-4 037	3 239	798	
<b>Feb</b>	P -6 260	-3 009	14 193	17 202	1 148	6 089	2 087	4 941	910	-2 054	2 217	4 270	-2 345	253	-6 007	6 547	-540	
<b>Mar</b>	P -4 665	-3 723	16 864	20 588	1 540	7 182	2 552	5 642	899	-1 803	2 513	4 316	-679	350	-4 315	7 159	-2 844	
<b>Abr</b>	P -4 622	-4 395	14 837	19 232	1 395	6 505	2 400	5 110	860	-1 031	4 023	5 054	-591	-236	-4 859	3 327	1 532	
<b>May</b>	P -4 785	-3 625	16 432	20 057	2 490	7 779	3 236	5 289	660	-3 106	3 791	6 897	-544	1 832	-2 952	5 485	-2 533	
<b>Jun</b>	P -3 417	-4 086	16 460	20 545	2 837	8 527	3 846	5 690	1 207	-2 250	3 179	5 428	81	124	-3 293	3 403	-111	
<b>Jul</b>	P -2 436	-3 822	16 522	20 344	3 864	9 673	5 006	5 809	1 246	-1 784	3 794	5 578	-694	564	-1 872	4 399	-2 527	
<b>Ago</b>	P -2 979	-4 048	13 062	17 110	4 000	9 217	5 269	5 217	1 378	-1 947	1 994	3 941	-984	237	-2 742	3 122	-380	
<b>Sep</b>	P -3 876	-3 931	16 080	20 011	3 241	8 804	4 299	5 563	1 349	-2 089	3 137	5 226	-1 097	557	-3 319	5 107	-1 788	
<b>Oct</b>	P -2 713	-3 244	17 659	20 902	2 981	8 052	3 861	5 071	1 209	-1 475	3 046	4 521	-975	122	-2 591	3 012	-421	

**RESUMEN**



**DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

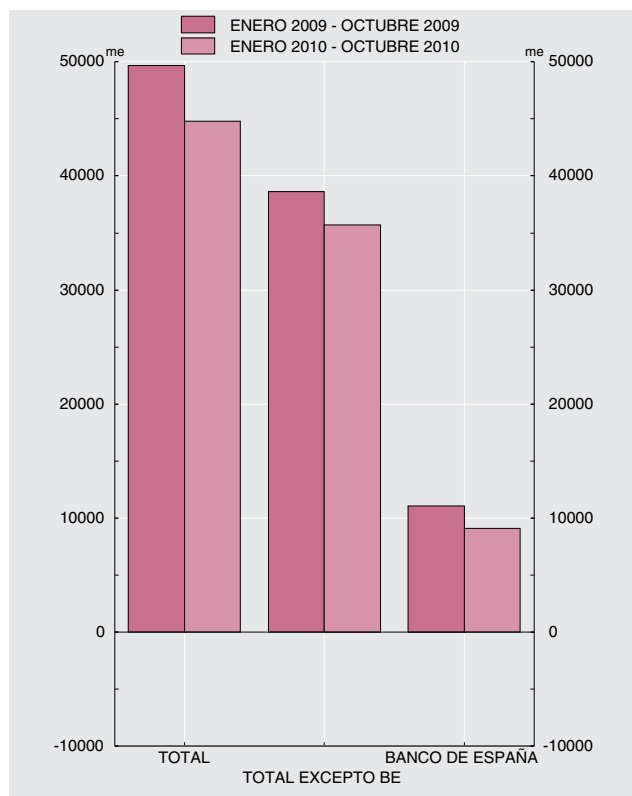
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

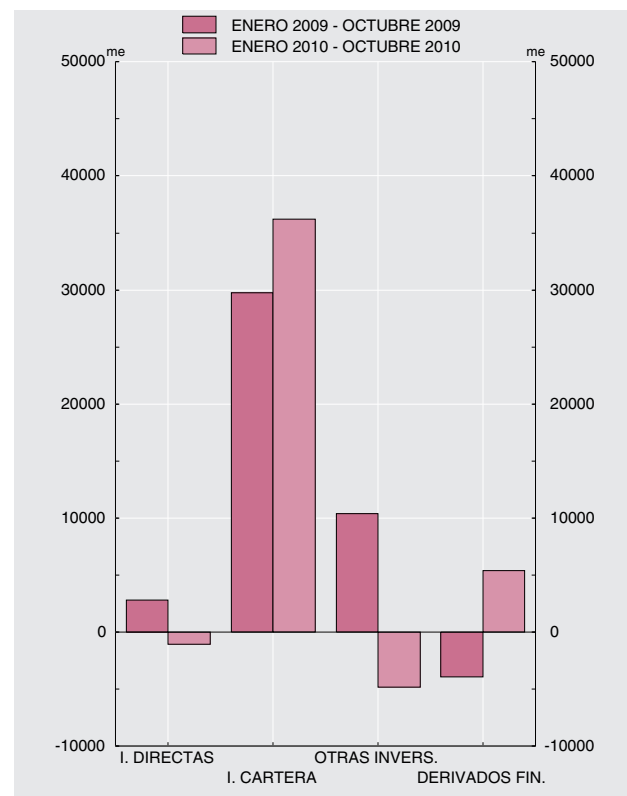
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España												Banco de España			
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10						10
07	101 004	86 682	-53 181	100 135	46 954	104 264	-8 746	95 517	39 693	56 134	95 827	-4 094	14 322	-164	28 329	-13 843
08	P101 975	71 757	-1 067	51 102	50 036	378	-21 928	-21 550	78 903	12 781	91 684	-6 457	30 218	-645	31 713	-850
09	P 57 580	47 116	-1 103	6 227	5 124	44 921	4 580	49 501	8 964	797	9 761	-5 666	10 464	-1 563	6 146	5 882
09 E-O	P 49 694	38 639	2 781	8 276	11 056	29 757	4 795	34 552	10 357	-6 368	3 988	-4 255	11 055	-1 191	6 228	6 018
10 E-O	P 44 800	35 690	-1 053	12 720	11 667	36 211	-52 405	-16 194	-4 821	12 132	7 312	5 353	9 109	-773	1 903	7 979
09 Jul	P 2 947	-584	-1 464	480	-984	8 838	-3 707	5 131	-6 639	-7 852	-14 492	-1 319	3 531	-348	4 015	-136
Ago	P 3 330	-2 828	1 903	695	2 597	6 568	-144	6 424	-9 186	7 093	-2 093	-2 112	6 158	-220	6 099	279
Sep	P 4 951	3 295	1 379	-858	521	3 304	4 008	7 311	-399	7 165	6 766	-988	1 657	6	2 001	-351
Oct	P 6 415	12 607	403	-416	-13	11 916	-321	11 595	448	-383	65	-160	-6 191	-38	-6 159	6
Nov	P 5 531	16 834	-2 395	2 628	233	15 453	848	16 301	4 747	-6 885	-2 139	-971	-11 302	71	-11 663	289
Dic	P 2 355	-8 357	-1 489	-4 677	-6 165	-289	-1 063	-1 352	-6 139	14 051	7 911	-441	10 712	-444	11 581	-425
10 Ene	P 3 239	6 558	-1 244	-11	-1 255	13 698	-3 283	10 415	-6 251	7 243	992	355	-3 319	-2	-3 730	413
Feb	P 6 547	1 858	8 239	-7 269	970	-20 636	-702	-21 338	13 575	-12 348	1 227	680	4 689	-113	4 298	504
Mar	P 7 159	5 383	1 066	441	1 507	817	3 806	4 623	928	-2 557	-1 629	2 572	1 776	1	1 603	172
Abr	P 3 327	10 359	1 562	-1 202	361	4 777	-8 407	-3 630	3 476	1 037	4 513	544	-7 032	-6	-7 566	540
May	P 5 485	-34 452	-2 401	3 887	1 486	-9 840	-6 966	-16 805	-23 205	10 040	-13 164	993	39 937	-413	42 402	-2 051
Jun	P 3 403	-31 692	-63	-978	-1 040	-5 076	-8 997	-14 073	-29 217	1 685	-27 531	2 663	35 096	-9	27 477	7 627
Jul	P 4 399	6 664	-709	2 251	1 542	7 315	-9 854	-2 539	-1 188	-299	-1 487	1 246	-2 265	-52	-3 552	1 338
Ago	P 3 122	21 026	-5 823	6 090	267	13 166	-3 753	9 414	14 167	5 345	19 512	-484	-17 904	32	-17 970	34
Sep	P 5 107	29 969	-4 614	9 804	5 189	8 864	-5 245	3 618	26 542	-14 952	11 589	-822	-24 862	-2	-24 966	106
Oct	P 3 012	20 018	2 934	-294	2 640	23 125	-9 005	14 120	-3 647	16 938	13 291	-2 393	-17 007	-212	-16 092	-703

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE (VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

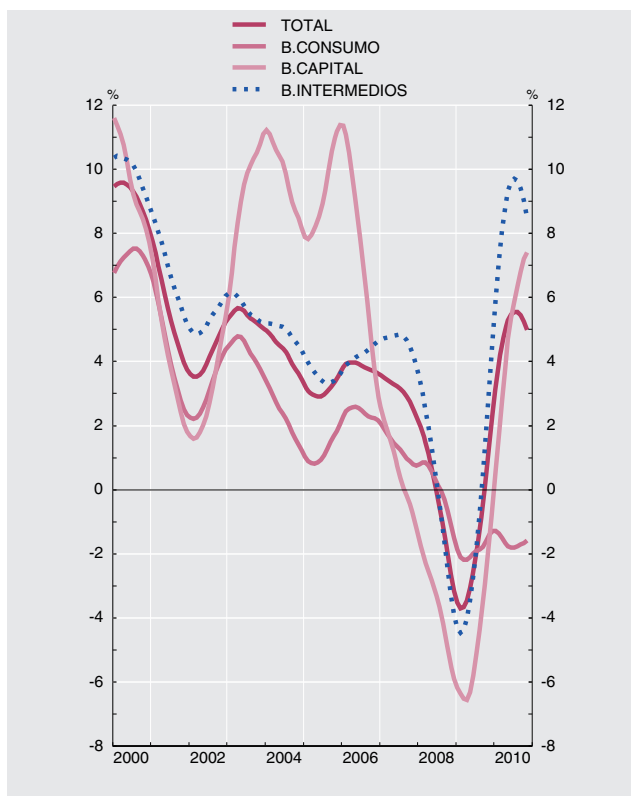
### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

■ Serie representada gráficamente.

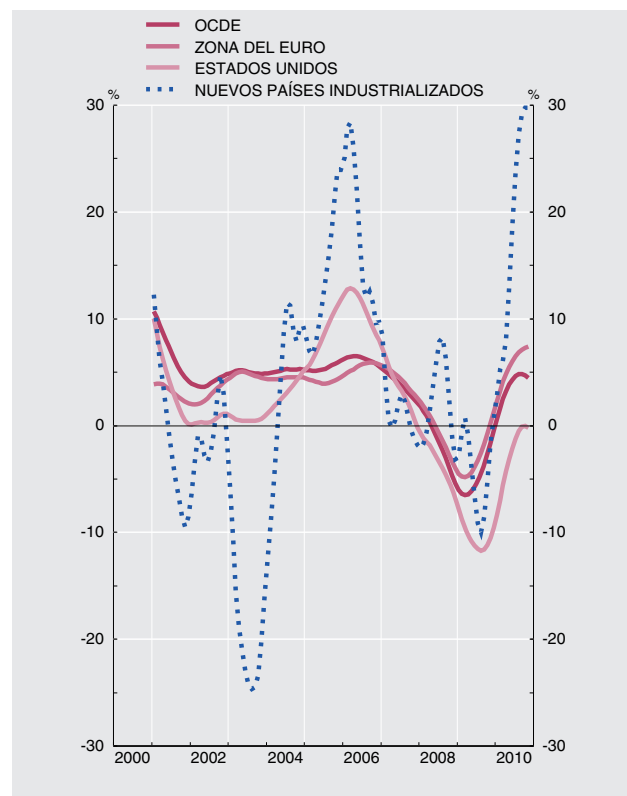
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>03</b>	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-5,9	2,2	38,2	-23,4
<b>04</b>	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,0	5,9	2,0	12,5	3,3	5,6	4,7
<b>05</b>	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,3	4,2	10,2	9,1	11,8	31,4	14,5
<b>06</b>	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,8	8,4	17,7	6,0	34,5	12,8	16,5
<b>07</b>	185 023	8,6	5,9	3,3	5,2	7,8	8,6	7,7	8,0	8,4	7,0	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8
<b>08</b>	189 228	2,3	0,5	2,2	-6,6	0,5	17,0	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2
<b>09</b>	159 890	-15,5	-9,4	-4,1	-13,3	-12,5	-21,0	-12,1	-15,5	-13,2	-15,2	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5
<b>09 Oct</b>	P 14 918	-10,5	-4,2	0,1	-18,2	-4,4	-5,8	-4,4	-9,3	-7,0	-8,7	-27,0	-29,7	-18,4	16,9	-8,6
<b>09 Nov</b>	P 14 068	-1,5	7,7	7,7	-4,8	9,7	-10,9	11,0	1,7	3,0	0,1	-32,1	-26,3	-7,3	37,6	8,4
<b>09 Dic</b>	P 13 661	4,0	11,4	10,8	9,6	12,2	-11,2	13,5	4,4	5,0	1,8	-29,0	-23,7	-8,0	13,0	200,9
<b>10 Ene</b>	P 12 092	9,0	12,3	5,1	1,8	19,6	-1,6	20,8	8,7	7,1	7,9	-24,8	-2,7	29,5	47,9	43,6
<b>10 Feb</b>	P 13 986	12,8	14,8	1,5	16,6	25,6	-16,6	27,6	11,8	13,0	11,7	-3,7	-18,5	30,1	41,2	168,8
<b>10 Mar</b>	P 16 652	21,4	23,8	0,0	42,2	42,3	28,9	42,9	19,3	21,8	19,9	11,4	17,8	22,2	46,8	12,4
<b>10 Abr</b>	P 14 623	10,8	10,5	-8,9	24,9	24,3	29,9	24,0	7,1	4,6	9,0	10,0	12,0	13,5	18,9	17,0
<b>10 May</b>	P 16 213	25,7	20,7	-4,1	88,7	30,7	10,2	31,8	22,9	23,4	23,2	3,3	-5,9	25,1	24,4	35,5
<b>10 Jun</b>	P 16 203	16,6	13,5	-4,4	40,3	23,3	2,5	24,2	14,1	13,5	16,1	17,0	10,9	52,2	15,2	36,0
<b>10 Jul</b>	P 16 379	13,2	9,0	-8,3	-4,5	25,6	38,8	25,0	11,2	12,8	12,7	5,3	3,9	32,3	48,3	47,9
<b>10 Ago</b>	P 12 874	27,8	19,7	3,0	31,2	29,5	39,5	28,9	23,4	19,4	25,4	48,6	27,8	61,8	69,1	38,7
<b>10 Sep</b>	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
<b>10 Oct</b>	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
<b>10 Nov</b>	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

**POR TIPOS DE PRODUCTOS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



**POR AREAS GEOGRÁFICAS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

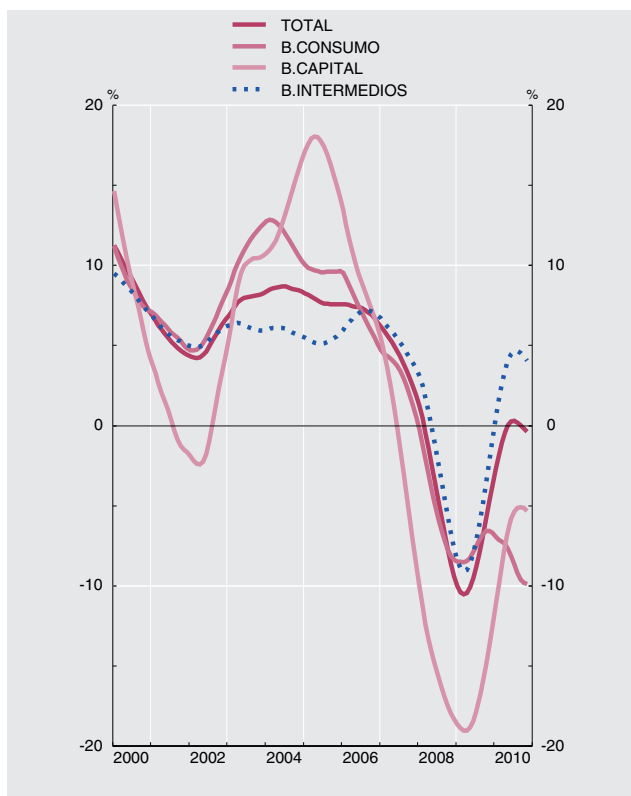
## 7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

■ Serie representada gráficamente.

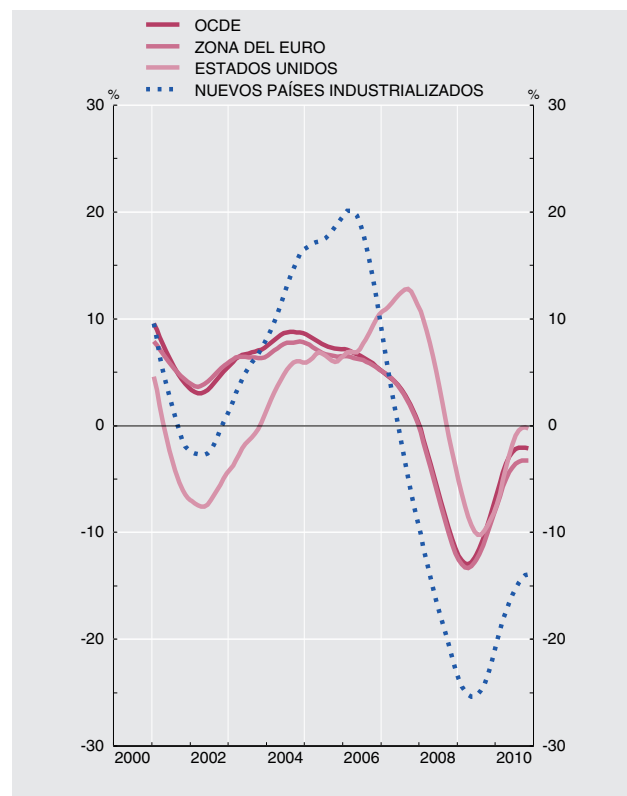
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>03</b>	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	-1,0	12,9	16,6	1,1
<b>04</b>	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	17,9	7,9	26,8	14,6
<b>05</b>	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	40,8	29,3	37,3	11,2
<b>06</b>	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	8,0	8,5	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6
<b>07</b>	285 038	8,5	7,4	6,8	7,5	7,5	4,1	8,3	10,5	11,0	9,8	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7
<b>08</b>	283 388	-0,6	-4,1	-7,4	-13,7	-1,1	8,2	-2,9	-8,2	-8,8	-7,4	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1
<b>09</b>	206 116	-27,3	-18,6	-12,4	-32,0	-19,1	-13,4	-20,7	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6
<b>09 Oct</b>	P 18 828	-19,3	-6,4	6,5	-25,1	-8,9	-7,0	-9,3	-14,5	-17,5	-15,7	-11,3	-34,0	-32,4	-20,8	-31,1
<b>09 Nov</b>	P 18 923	-6,5	6,8	11,1	-5,3	6,8	0,6	8,4	-4,9	-6,7	-5,5	-5,5	-14,5	-20,8	-10,2	-28,2
<b>09 Dic</b>	P 17 733	-11,7	-4,8	-6,0	-18,2	-1,7	-16,3	3,0	-7,6	-7,7	-12,3	-34,2	-15,8	-6,3	-10,8	-21,7
<b>10 Ene</b>	P 16 601	6,5	8,1	-9,1	-10,3	19,4	8,0	22,7	7,9	3,2	6,0	-12,0	41,1	-3,6	0,0	-6,0
<b>10 Feb</b>	P 17 548	-3,9	-3,2	-24,5	-2,6	8,2	-18,5	17,4	-8,6	-15,0	-9,1	-31,6	12,8	4,0	8,5	-2,8
<b>10 Mar</b>	P 20 945	20,6	22,0	2,9	8,3	33,8	11,2	40,2	17,0	12,6	15,6	6,1	49,2	36,4	47,0	47,2
<b>10 Abr</b>	P 19 628	16,6	15,4	-0,2	11,1	23,6	6,7	28,4	8,6	5,9	9,9	-1,8	79,6	25,2	22,9	13,0
<b>10 May</b>	P 20 378	26,1	19,9	11,8	9,2	25,4	1,0	32,4	19,3	10,1	19,9	17,2	27,1	64,3	52,6	8,4
<b>10 Jun</b>	P 20 914	22,1	14,7	-2,4	19,4	22,7	13,8	24,9	12,1	10,0	13,3	10,1	71,9	41,1	44,1	26,7
<b>10 Jul</b>	P 20 666	16,7	11,0	-13,4	15,8	22,9	9,9	26,4	9,1	10,5	11,3	49,5	55,7	35,1	44,2	-18,2
<b>10 Ago</b>	P 17 334	18,8	5,8	-11,9	11,1	14,3	-0,4	19,2	8,2	8,1	7,9	21,8	41,5	57,5	41,8	4,0
<b>10 Sep</b>	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
<b>10 Oct</b>	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
<b>10 Nov</b>	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

**POR TIPOS DE PRODUCTOS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



**POR AREAS GEOGRÁFICAS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

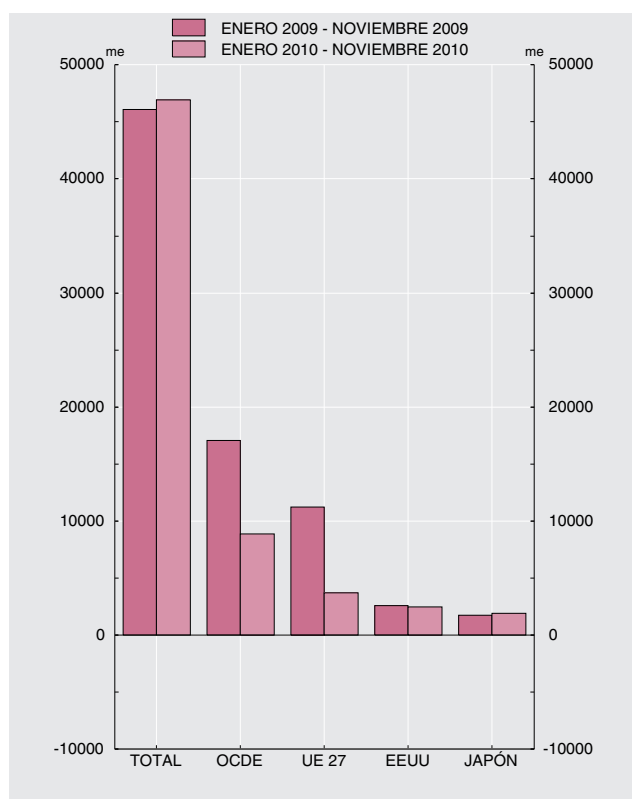


**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

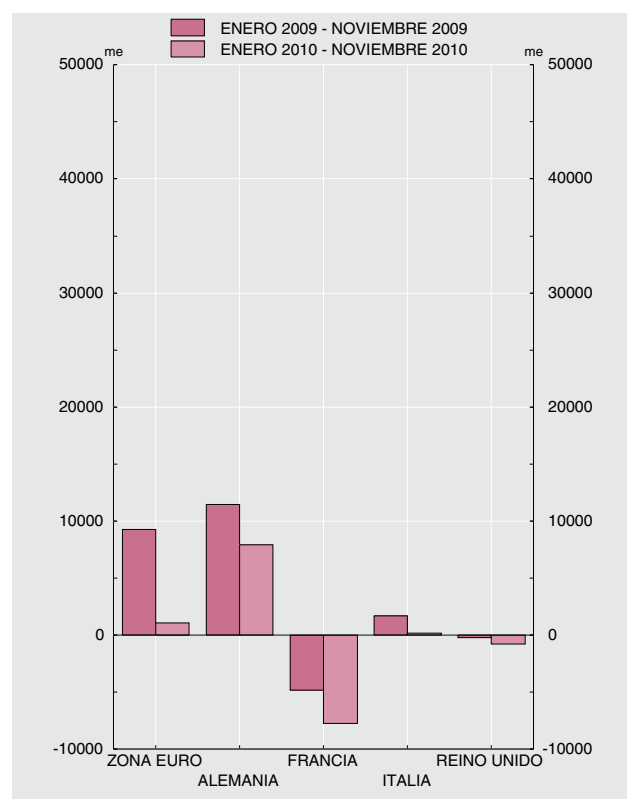
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 27)						OCDE					12	13	14	15	
		2=3+7	Zona del Euro			Resto de la UE 27		9	Del cual:			10					11
			3	Del cual:			Del cual:		10	11							
				4	5	6	7				8						
<b>04</b>	-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		
<b>05</b>	-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		
<b>06</b>	-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		
<b>07</b>	-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		
<b>08</b>	-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		
<b>09</b>	-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		
<b>09 Oct</b> P	-3 909	-939	-533	-839	497	-146	-406	-94	-1 311	-269	-209	-1 227	-149	-1 083	-153		
<b>Nov</b> P	-4 855	-1 202	-902	-879	389	-308	-299	47	-1 910	-294	-213	-1 177	-259	-1 101	-159		
<b>Dic</b> P	-4 071	-1 341	-978	-879	338	-285	-363	20	-1 865	-140	-142	-1 191	-205	-1 104	129		
<b>10 Ene</b> P	-4 510	-489	-292	-656	540	-59	-198	44	-1 141	-293	-187	-1 314	-239	-1 218	-128		
<b>Feb</b> P	-3 562	-393	-15	-713	874	-89	-378	50	-757	-195	-157	-1 324	-109	-1 172	133		
<b>Mar</b> P	-4 292	-242	75	-874	808	-77	-317	57	-813	-263	-225	-1 434	-534	-1 279	-239		
<b>Abr</b> P	-5 004	-1 040	-868	-891	665	-201	-172	69	-1 665	-234	-181	-1 570	-368	-1 094	-169		
<b>May</b> P	-4 165	-620	42	-652	757	78	-662	-119	-1 030	-229	-221	-1 252	-430	-1 257	-114		
<b>Jun</b> P	-4 711	-728	-372	-859	753	-48	-356	114	-1 089	-225	-177	-1 599	-291	-1 330	-128		
<b>Jul</b> P	-4 288	-258	-121	-760	567	-118	-137	240	-596	-151	-111	-1 610	-201	-1 551	-75		
<b>Ago</b> P	-4 460	-510	-460	-553	156	8	-50	-18	-688	-106	-133	-1 457	-342	-1 503	-74		
<b>Sep</b> P	-4 346	-134	62	-817	934	-10	-197	46	-404	-256	-179	-1 196	-408	-1 695	-102		
<b>Oct</b> P	-3 700	422	401	-564	843	153	21	257	-388	-276	-148	-1 484	-246	-1 427	-87		
<b>Nov</b> P	-3 880	314	478	-548	873	189	-164	64	-268	-261	-180	-1 174	-522	-1 355	-139		

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

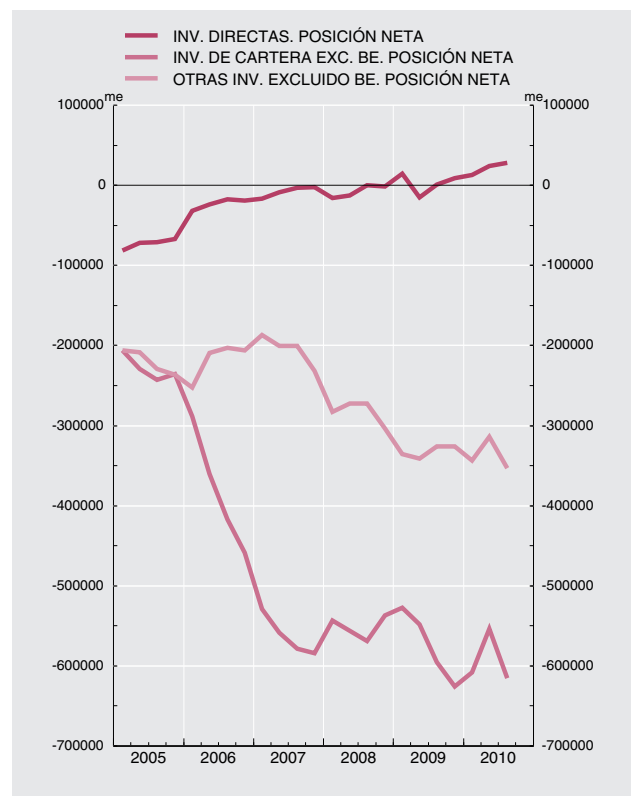
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos) (a)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
																1=2+13
<b>02</b> 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
<b>03</b>	-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
<b>04</b>	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7
<b>05</b>	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1
<b>06</b>	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
<b>07</b> III	-771,4	-861,1	-2,8	364,4	367,2	-640,1	453,7	1 093,9	-200,3	384,5	584,8	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
<b>07</b> 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
<b>08</b> I	-846,5	-927,1	-16,2	393,8	409,9	-607,6	414,2	1 021,9	-282,6	381,2	663,8	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
<b>08</b> II	-859,8	-927,0	-12,3	408,4	420,7	-618,4	395,7	1 014,1	-272,8	417,0	689,8	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
<b>08</b> III	-859,1	-916,1	0,1	423,2	423,1	-631,8	382,3	1 014,1	-272,7	422,9	695,6	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
<b>08</b> IV	-864,0	-914,9	-1,1	424,4	425,5	-603,5	354,5	958,0	-303,9	386,4	690,4	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
<b>09</b> I	-860,6	-912,9	14,1	428,1	414,0	-591,3	342,6	933,8	-335,8	374,4	710,2	0,0	52,3	15,7	-27,4	64,0
<b>09</b> II	-926,6	-972,0	-15,4	438,5	453,9	-608,6	363,7	972,2	-340,8	370,5	711,3	-7,3	45,4	15,1	-30,5	60,7
<b>09</b> III	-949,5	-986,4	0,7	446,1	445,4	-656,2	377,5	1 033,7	-326,1	364,6	690,7	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2
<b>09</b> IV	-959,3	-1 003,4	9,2	448,0	438,8	-686,1	380,6	1 066,7	-325,6	370,2	695,8	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9
<b>10</b> I	-950,0	-992,3	13,0	454,0	441,0	-667,8	387,0	1 054,8	-343,3	364,0	707,3	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0
<b>10</b> II	-908,3	-884,9	23,7	467,4	443,6	-606,5	360,3	966,8	-314,1	373,0	687,1	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1
<b>10</b> III	-967,5	-987,7	28,1	479,7	451,5	-666,9	341,4	1 008,3	-353,2	355,2	708,4	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

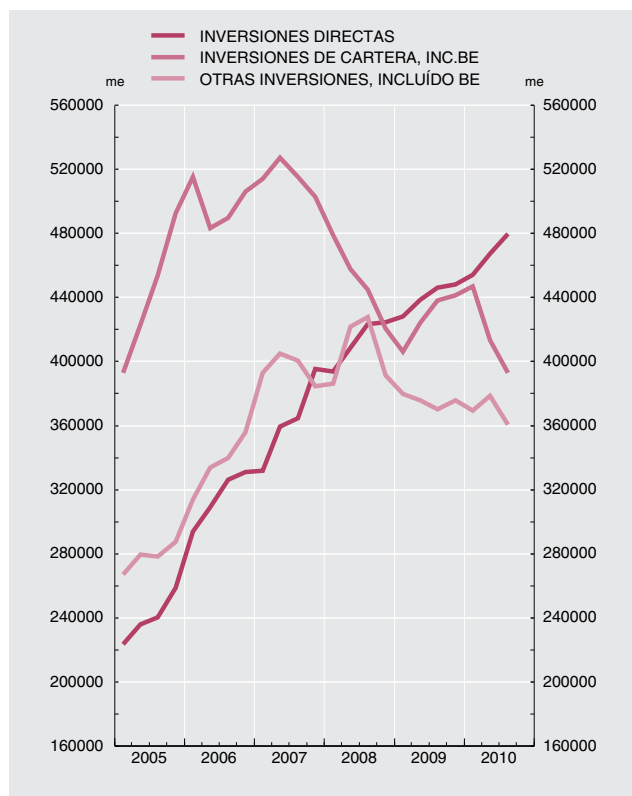
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

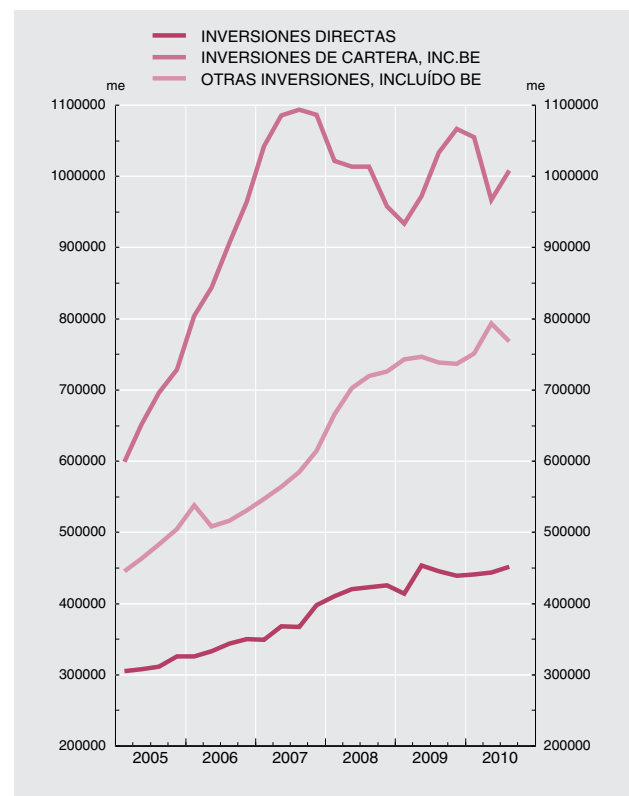
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE		
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España (a)	De España en el exterior	Del exterior en España	
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>02</b>	R	139 178	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
<b>03</b>		160 519	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
<b>04</b>		189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
<b>05</b>		236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
<b>06</b>		307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
<b>07</b>	III	342 733	21 695	284 973	82 250	142 096	373 186	269 798	824 065	400 443	585 099	44 181	62 069
	IV	368 306	27 086	307 278	90 696	132 955	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
<b>08</b>	I	367 154	26 624	322 384	87 559	103 793	374 981	235 984	785 876	386 110	665 607	53 297	74 001
	II	380 787	27 597	329 361	91 363	97 664	360 046	216 631	797 428	421 832	702 168	58 579	82 016
	III	392 496	30 670	324 109	98 941	82 946	362 029	200 218	813 893	427 684	719 855	70 066	81 757
	IV	393 450	30 963	320 784	104 746	62 823	357 842	170 143	787 812	391 224	725 592	108 278	114 027
<b>09</b>	I	395 602	32 486	308 022	105 940	54 657	351 435	142 151	791 674	379 881	742 693	111 670	111 538
	II	407 386	31 138	332 183	121 740	62 356	361 619	177 670	794 571	375 925	746 870	92 879	100 032
	III	417 770	28 336	325 417	119 940	73 709	364 469	218 943	814 718	370 070	738 269	85 194	90 098
	IV	419 421	28 596	324 970	113 823	81 059	360 142	223 162	843 508	375 647	737 181	77 449	78 498
<b>10</b>	I	425 341	28 623	328 409	112 573	91 843	354 988	199 893	854 885	369 459	750 950	93 867	88 286
	II	438 799	28 554	331 019	112 626	90 003	323 228	170 790	796 025	378 497	793 008	118 304	106 522
	III	449 558	30 109	334 610	116 920	92 774	300 130	196 108	812 218	360 603	767 832	121 434	117 049

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

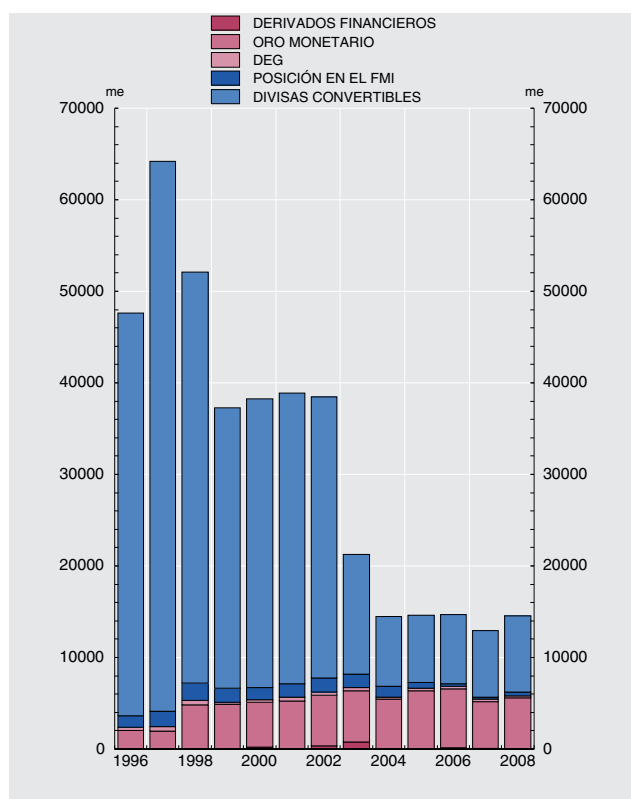
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

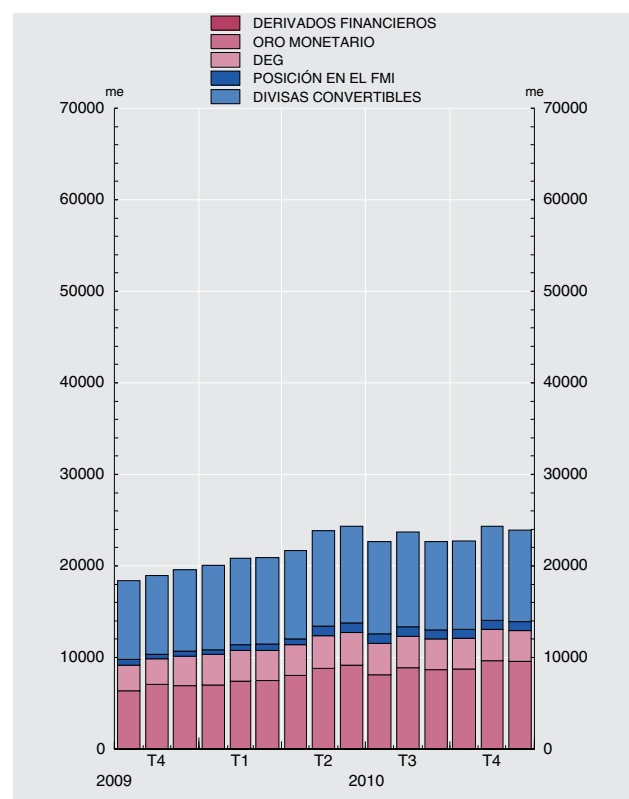
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>04</b>	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>05</b>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06</b>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08</b>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09</b>							
Jul	15 454	8 693	693	51	6 017	-	9,1
Ago	18 106	8 860	692	2 531	6 023	-	9,1
Sep	18 301	8 644	682	2 785	6 191	-	9,1
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
<b>10</b>							
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

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN**

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Total deuda externa	Administraciones Públicas					Otras instituciones financieras monetarias					
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>06</b> III	1 308 130	214 181	6 070	1 472	188 569	18 070	-	602 379	5 274	267 227	225 647	104 232
IV	1 370 277	215 585	4 836	665	191 871	18 213	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352
<b>07</b> 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
<b>08</b> I	1 596 258	200 163	6 329	558	173 668	19 607	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
II	1 650 936	202 266	5 594	162	177 009	19 501	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
III	1 689 698	217 754	9 722	494	187 624	19 914	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
IV	1 672 855	233 756	12 480	2 099	198 366	20 812	-	766 311	12 224	400 691	249 210	104 187
<b>09</b> I	1 695 251	242 470	15 801	480	204 659	21 530	-	783 746	15 198	411 446	248 405	108 696
II	1 723 765	255 944	21 125	978	211 201	22 640	-	785 211	14 200	409 692	250 957	110 363
III	1 736 787	275 051	31 005	709	219 327	24 010	-	769 701	14 217	391 123	256 689	107 671
IV	1 758 160	298 932	44 479	532	229 481	24 440	-	782 587	14 873	384 509	260 047	123 157
<b>10</b> I	1 789 113	317 677	51 915	117	240 280	25 365	-	790 534	16 642	392 162	257 003	124 728
II	1 774 296	295 760	40 680	195	227 970	26 915	-	743 559	12 157	379 077	240 925	111 400
III	1 767 557	308 036	41 676	934	237 884	27 542	-	757 808	11 057	396 539	242 273	107 939

**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)**

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total (a)	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
		Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
<b>06</b> III	316	316	374 113	4 641	22 224	838	244 071	101 073	348	918	117 140	51 141	65 999
IV	281	281	411 407	4 786	22 967	702	275 114	106 946	338	555	120 168	49 588	70 581
<b>07</b> 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
<b>08</b> I	1 855	1 855	480 937	927	19 625	473	328 226	129 235	320	2 132	144 774	56 001	88 773
II	12 326	12 326	490 919	6 217	20 613	1 465	327 505	132 753	317	2 047	151 339	61 219	90 120
III	24 276	24 276	499 227	18 093	22 846	1 342	318 792	135 965	323	1 865	155 950	62 435	93 515
IV	35 233	35 233	478 104	13 329	20 939	2 668	302 204	136 854	333	1 777	159 452	66 137	93 315
<b>09</b> I	32 491	32 491	475 661	20 066	17 457	3 275	287 545	144 669	366	2 283	160 885	70 858	90 027
II	35 596	35 596	464 691	18 962	15 879	2 416	278 126	146 391	359	2 557	182 324	91 874	90 449
III	47 538	47 538	460 697	13 242	14 633	2 322	280 237	147 183	393	2 687	183 800	91 110	92 690
IV	41 400	41 400	457 771	17 975	12 303	2 052	276 653	145 579	393	2 816	177 471	75 030	102 441
<b>10</b> I	43 673	43 673	453 951	14 634	12 967	2 895	274 411	145 094	399	3 550	183 278	70 163	113 114
II	105 881	105 881	443 832	13 015	15 620	4 033	261 277	145 533	406	3 949	185 264	67 257	118 007
III	59 477	59 477	454 729	14 342	15 046	4 337	264 987	151 673	395	3 949	187 507	69 740	117 767

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

**8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS**
*Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros*

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13	
<b>09 Jul</b>	603 864	99 510	705 934	-11 999	-	359	189 939	379 226	768 836	133 472	435 791	87 291	224 638
<i>Ago</i>	568 759	78 661	660 858	-11 350	-	313	159 724	359 004	770 627	121 583	428 744	104 462	209 755
<i>Sep</i>	583 939	83 418	607 221	-8 868	-	453	98 285	366 742	767 611	138 331	423 839	115 361	217 196
<i>Oct</i>	586 961	58 731	637 669	-7 713	-	250	101 977	373 107	770 074	146 353	416 440	126 880	213 854
<i>Nov</i>	580 453	52 295	604 677	-9 113	-	698	68 104	367 577	772 428	148 924	409 556	144 220	212 876
<i>Dic</i>	575 400	58 968	623 882	-5 640	-	349	102 159	355 555	794 597	128 705	402 181	165 567	219 846
<b>10 Ene</b>	541 473	61 899	664 650	-12 329	-	406	173 153	334 353	789 929	118 932	427 124	147 384	207 120
<i>Feb</i>	534 339	72 624	647 446	-13 528	-	930	173 132	319 842	783 511	116 580	426 226	154 023	214 497
<i>Mar</i>	521 898	79 925	644 676	-12 804	-	500	190 400	303 560	788 465	109 183	429 090	164 999	218 338
<i>Abr</i>	518 251	72 798	663 740	-13 286	-	183	205 184	306 870	795 902	117 289	457 309	149 012	211 381
<i>May</i>	518 635	97 546	692 289	-24 199	-	1 178	248 178	293 449	803 187	117 440	461 565	165 612	225 187
<i>Jun</i>	496 616	129 940	713 202	-58 607	-	304	288 223	275 553	808 910	133 527	463 359	203 525	221 063
<i>Jul</i>	447 504	197 804	418 108	-43 633	-	261	125 035	245 431	817 565	103 637	543 196	132 575	202 074
<i>Ago</i>	428 464	156 847	436 311	-69 674	-	569	95 589	220 146	817 554	81 380	543 363	135 425	208 318
<i>Sep</i>	447 722	154 228	432 260	-67 794	-	547	71 520	223 098	813 964	97 492	543 285	145 074	224 624
<i>Oct</i>	400 207	184 986	327 455	-64 198	-	662	48 697	202 036	813 259	95 670	511 143	195 750	198 171
<i>Nov</i>	409 030	179 522	338 925	-68 984	-	1 776	42 207	193 808	813 937	91 614	511 275	200 469	215 222
<i>Dic</i>	404 267	194 560	333 046	-69 023	-	819	55 135	175 471	832 289	82 373	512 369	226 822	228 797

**8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS**
*Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros*

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28	
<b>09 Jul</b>	73 283	14 765	78 806	-940	-	-	19 347	31 501	-5 447	21 655	80 103	27 471	15 336	70 583	25 574
<i>Ago</i>	74 820	10 000	78 007	-845	-	2	12 345	42 474	-5 447	11 760	79 228	18 251	15 110	70 609	26 033
<i>Sep</i>	79 591	11 743	72 170	-722	-	4	3 604	48 155	-5 447	10 457	77 716	18 261	15 040	70 481	26 427
<i>Oct</i>	82 534	5 940	82 025	-579	-	-	4 852	44 070	-5 447	16 653	77 235	23 601	14 900	69 283	27 257
<i>Nov</i>	79 011	6 453	74 472	-755	-	-	1 159	32 264	-5 447	27 120	76 566	40 008	14 921	74 533	25 073
<i>Dic</i>	76 105	2 801	78 640	-495	-	-	4 841	33 623	-5 447	21 154	78 779	33 805	14 918	76 513	26 775
<b>10 Ene</b>	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
<i>Feb</i>	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
<i>Mar</i>	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
<i>Abr</i>	74 603	1 351	89 436	-861	-	-	15 323	41 475	-5 447	12 505	76 714	30 938	17 390	77 757	26 070
<i>May</i>	85 618	7 984	97 566	-1 785	-	2	18 150	53 407	-5 447	10 853	76 313	30 862	17 638	78 683	26 805
<i>Jun</i>	126 300	30 119	106 371	-607	-	55	9 638	92 411	-5 447	13 914	76 968	31 662	17 802	76 914	25 422
<i>Jul</i>	130 209	31 057	108 960	-305	-	-	9 503	102 620	-5 447	8 311	78 104	21 305	20 533	70 565	24 725
<i>Ago</i>	109 793	15 500	110 128	-5 902	-	-	9 933	88 651	-5 447	3 398	77 088	17 100	20 528	70 262	23 191
<i>Sep</i>	97 682	7 334	104 423	-5 454	-	-	8 620	77 026	-5 447	-368	75 443	15 414	20 479	70 746	26 471
<i>Oct</i>	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
<i>Nov</i>	61 138	13 352	51 105	-235	-	-	3 084	42 571	-5 447	-520	73 297	20 212	19 224	74 805	24 534
<i>Dic</i>	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

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

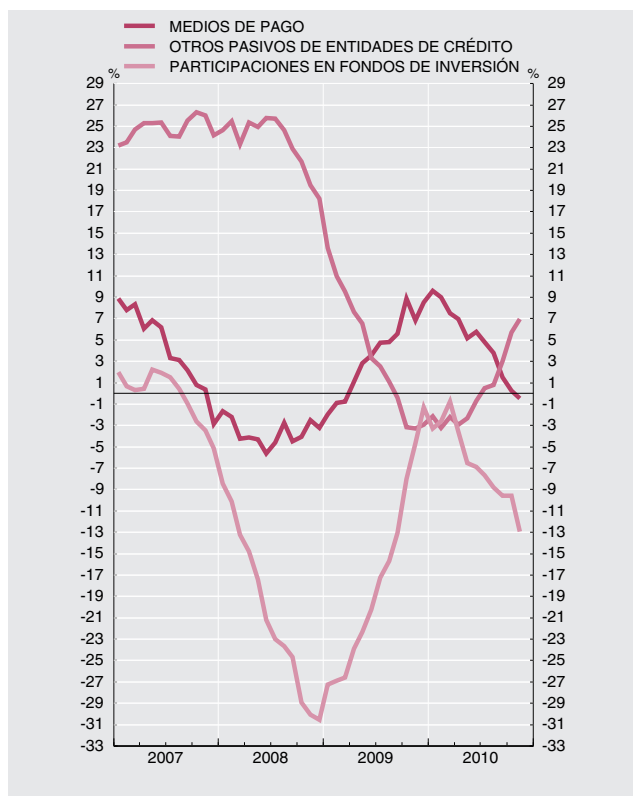
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

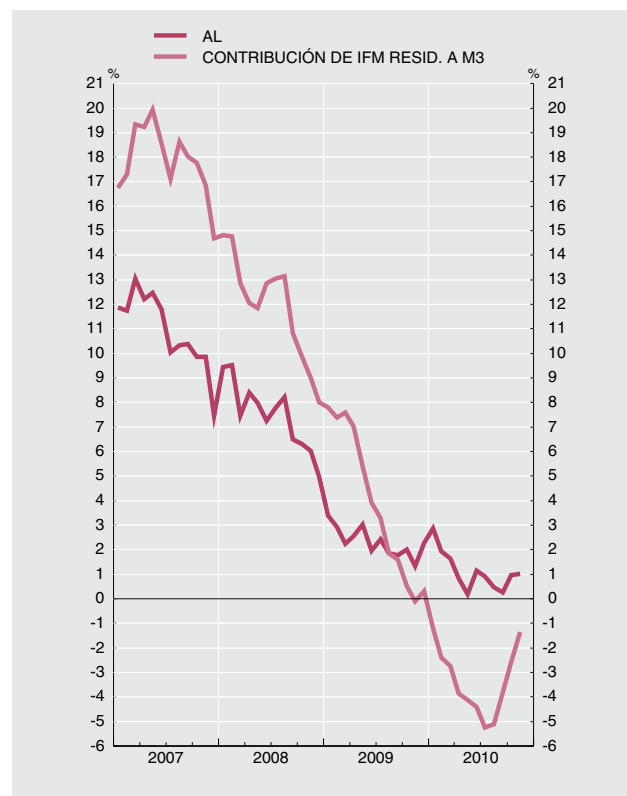
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		AL (e)	Contribución de IFM resid. a M3
			Efectivo	Depósitos (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de entidades de crédito	Depósitos en sucursales en exterior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>07</b>	497 886	-2,9	2,3	-4,1	462 466	24,2	29,8	1,3	-10,7	213 263	-5,2	-2,3	-7,3	7,5	14,7
<b>08</b>	481 724	-3,2	0,6	-4,2	546 746	18,2	24,3	-19,1	-8,9	148 107	-30,6	-16,7	-41,3	5,0	8,0
<b>09</b>	522 693	8,5	0,5	10,6	530 639	-2,9	-1,3	-12,1	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,3	0,3
<b>09 Ago</b>	501 010	4,8	3,9	5,0	541 938	1,1	4,2	-14,8	-42,0	145 748	-15,7	-9,7	-21,9	1,8	1,9
<i>Sep</i>	505 291	5,6	3,8	6,0	536 424	-0,4	2,6	-18,2	-35,2	145 654	-13,0	-5,9	-20,5	1,8	1,6
<i>Oct</i>	506 846	8,9	-0,5	11,4	526 418	-3,2	-0,3	-22,3	-31,2	144 387	-8,0	-2,5	-13,9	2,0	0,5
<i>Nov</i>	508 253	6,8	-0,0	8,6	525 386	-3,3	-1,4	-16,9	-28,2	144 514	-4,7	-0,1	-9,7	1,3	-0,1
<i>Dic</i>	522 693	8,5	0,5	10,6	530 639	-2,9	-1,3	-12,1	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,3	0,3
<b>10 Ene</b>	518 415	9,6	1,0	11,9	527 414	-2,1	-1,2	-7,6	-29,8	144 932	-3,3	-3,2	-3,4	2,9	-1,2
<i>Feb</i>	519 032	9,0	0,8	11,1	521 886	-3,3	-2,2	-8,8	-38,5	143 869	-2,6	-5,4	0,7	1,9	-2,4
<i>Mar</i>	512 629	7,5	1,0	9,2	527 762	-2,2	-1,4	-4,0	-40,3	143 517	-0,7	-7,5	7,3	1,6	-2,7
<i>Abr</i>	509 239	7,0	-0,2	8,9	526 752	-2,9	-1,8	-10,5	-30,2	142 177	-3,6	-10,4	4,5	0,8	-3,9
<i>May</i>	515 854	5,2	0,4	6,4	531 310	-2,3	-0,1	-18,2	-40,7	137 385	-6,5	-13,2	1,4	0,2	-4,1
<i>Jun</i>	534 480	5,8	0,9	7,0	537 678	-0,7	1,4	-17,5	-22,1	133 721	-6,9	-16,4	4,2	1,1	-4,4
<i>Jul</i>	526 671	4,8	0,4	5,9	544 958	0,5	2,7	-16,9	-30,8	133 429	-7,7	-20,9	8,0	0,9	-5,2
<i>Ago</i>	519 974	3,8	-0,2	4,8	546 258	0,8	2,7	-14,0	-29,3	132 952	-8,8	-22,7	8,0	0,5	-5,1
<i>Sep</i>	512 998	1,5	-0,4	2,0	552 498	3,0	4,9	-10,0	-36,3	131 753	-9,5	-25,7	10,5	0,3	-3,8
<i>Oct</i>	508 198	0,3	-1,3	0,6	556 563	5,7	7,2	-3,9	-33,3	130 529	-9,6	-26,3	10,8	1,0	-2,6
<i>Nov</i>	505 786	-0,5	-1,9	-0,2	562 066	7,0	7,5	6,3	-24,9	125 809	-12,9	-28,8	6,4	1,0	-1,4

### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

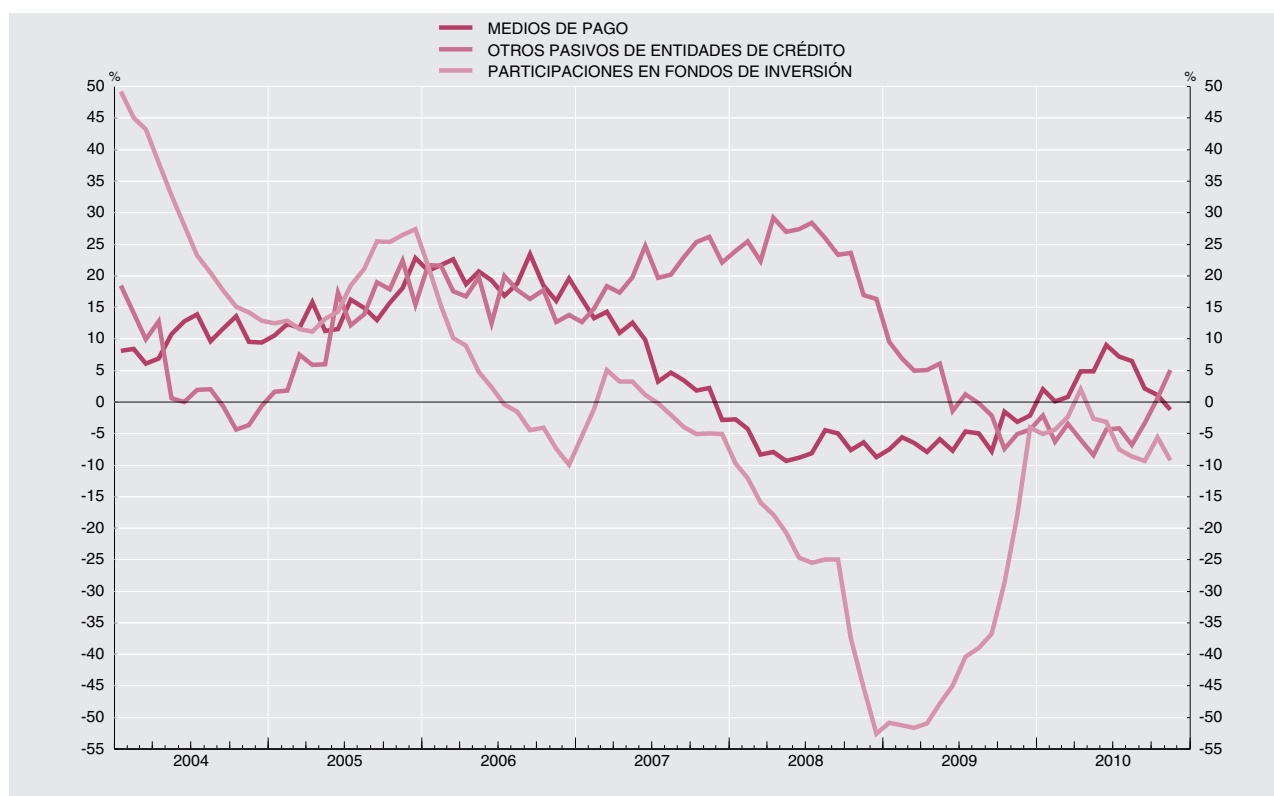
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>07</b>	133 469	-2,8	101 538	22,1	37,4	0,8	25 188	-5,0	-2,2	-7,1
<b>08</b>	121 783	-8,8	118 154	16,4	25,1	-0,3	11 959	-52,5	-42,7	-60,1
<b>09</b>	119 182	-2,1	113 047	-4,3	9,2	-36,7	11 475	-4,0	-6,4	-1,4
<b>09</b>										
<i>Ago</i>	114 472	-5,0	118 423	-0,3	12,3	-26,4	11 860	-38,9	-34,7	-43,4
<i>Sep</i>	116 115	-7,8	117 057	-2,2	13,2	-32,1	11 847	-36,8	-31,1	-42,6
<i>Oct</i>	114 176	-1,6	112 319	-7,4	7,9	-38,6	11 265	-28,6	-27,0	-30,4
<i>Nov</i>	117 057	-3,2	111 084	-5,1	9,3	-37,0	11 304	-18,0	-17,2	-18,8
<i>Dic</i>	119 182	-2,1	113 047	-4,3	9,2	-36,7	11 475	-4,0	-6,4	-1,4
<b>10</b>										
<i>Ene</i>	118 079	2,0	109 039	-2,1	9,6	-33,5	11 443	-5,1	-8,8	-0,8
<i>Feb</i>	117 446	0,1	104 530	-6,3	4,9	-38,1	11 376	-4,4	-10,8	3,3
<i>Mar</i>	116 153	0,8	107 890	-3,4	6,3	-33,4	11 368	-2,4	-12,5	10,2
<i>Abr</i>	114 573	4,9	108 450	-6,0	4,0	-34,8	11 585	2,0	-2,4	6,9
<i>May</i>	119 406	4,8	108 495	-8,5	3,4	-41,7	11 195	-2,7	-8,3	3,8
<i>Jun</i>	125 742	9,0	111 433	-4,4	5,9	-34,7	10 897	-3,2	-11,8	6,7
<i>Jul</i>	120 530	7,2	112 492	-4,2	6,9	-38,0	10 875	-7,5	-20,7	8,0
<i>Ago</i> P	121 877	6,5	110 357	-6,8	2,5	-36,4	10 836	-8,6	-22,5	8,0
<i>Sep</i> P	118 642	2,2	113 165	-3,3	5,8	-32,9	10 739	-9,4	-25,5	10,5
<i>Oct</i> P	115 495	1,2	112 982	0,6	8,6	-28,1	10 640	-5,5	-20,1	10,8
<i>Nov</i> P	115 648	-1,2	116 755	5,1	9,6	-12,2	10 255	-9,3	-23,2	6,4

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

- a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.
- b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.
- c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.
- d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.



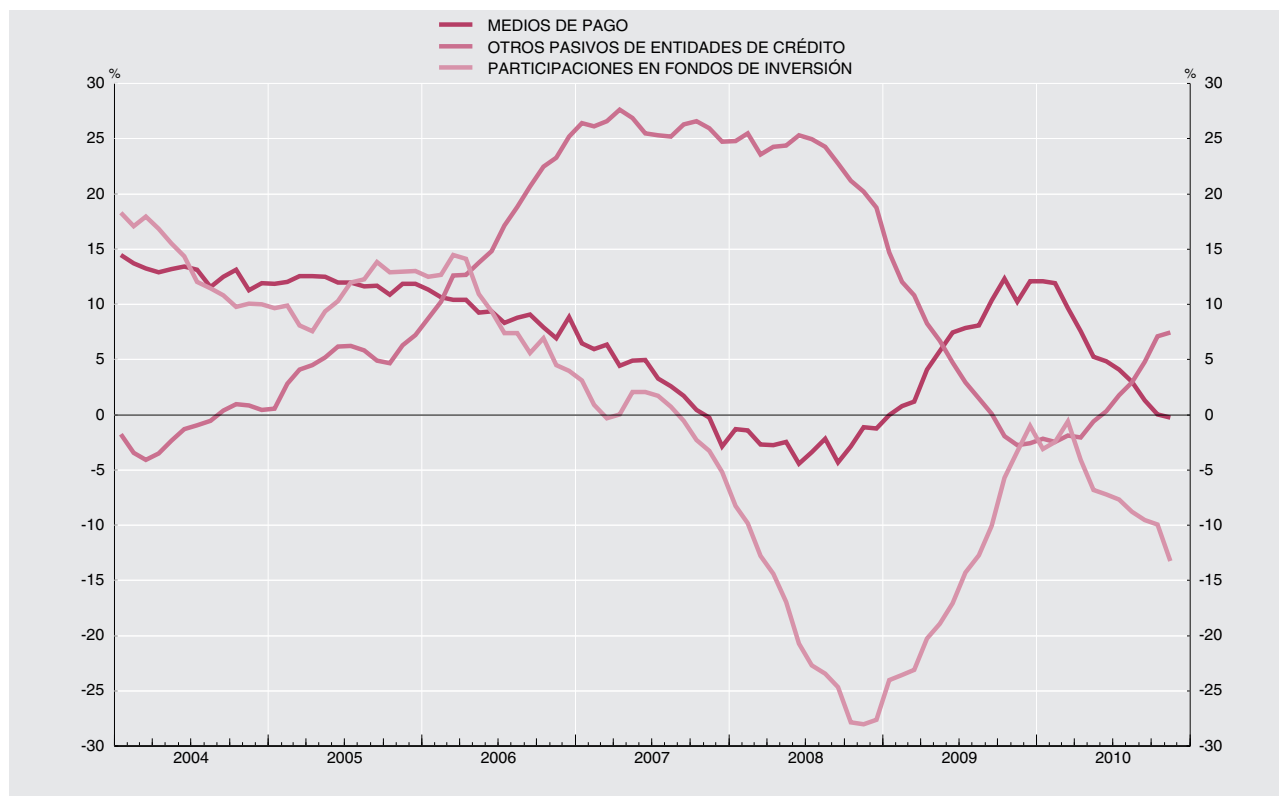
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>07</b>	364 417	-2,9	2,9	-4,6	360 928	24,7	28,4	-2,8	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
<b>08</b>	359 941	-1,2	3,4	-2,7	428 592	18,7	24,2	-35,6	136 148	-27,6	-13,3	-38,7
<b>09</b>	403 512	12,1	2,7	15,3	417 592	-2,6	-3,5	14,7	134 738	-1,0	1,1	-3,4
<b>09 Ago</b>	386 538	8,1	6,3	8,7	423 516	1,5	2,5	-11,6	133 888	-12,7	-6,5	-19,1
<i>Sep</i>	389 176	10,3	6,1	11,7	419 367	0,1	0,5	-5,3	133 807	-10,1	-2,8	-17,7
<i>Oct</i>	392 670	12,3	1,8	16,0	414 099	-2,0	-2,0	-0,6	133 122	-5,7	0,2	-12,1
<i>Nov</i>	391 196	10,2	2,2	13,0	414 302	-2,7	-3,5	10,5	133 210	-3,3	1,6	-8,8
<i>Dic</i>	403 512	12,1	2,7	15,3	417 592	-2,6	-3,5	14,7	134 738	-1,0	1,1	-3,4
<b>10 Ene</b>	400 336	12,1	3,0	15,1	418 375	-2,1	-3,3	21,1	133 489	-3,1	-2,7	-3,6
<i>Feb</i>	401 586	11,9	2,8	15,0	417 356	-2,5	-3,6	19,8	132 493	-2,5	-4,9	0,4
<i>Mar</i>	396 476	9,6	2,9	11,9	419 872	-1,9	-3,0	19,2	132 148	-0,6	-7,0	7,1
<i>Abr</i>	394 666	7,6	1,5	9,6	418 302	-2,1	-3,0	13,4	130 592	-4,1	-11,0	4,3
<i>May</i>	396 449	5,3	2,0	6,3	422 815	-0,6	-0,9	3,2	126 190	-6,8	-13,6	1,2
<i>Jun</i>	408 738	4,8	2,3	5,6	426 245	0,3	0,4	-0,4	122 824	-7,2	-16,8	4,0
<i>Jul</i>	406 142	4,1	1,7	4,9	432 466	1,8	1,7	2,0	122 554	-7,7	-20,9	8,0
<i>Ago</i> P	398 097	3,0	0,9	3,6	435 901	2,9	2,8	5,5	122 116	-8,8	-22,7	8,0
<i>Sep</i> P	394 356	1,3	0,5	1,6	439 333	4,8	4,7	6,2	121 014	-9,6	-25,7	10,5
<i>Oct</i> P	392 703	0,0	-0,6	0,2	443 581	7,1	6,9	11,0	119 889	-9,9	-26,8	10,8
<i>Nov</i> P	390 138	-0,3	-1,3	0,0	445 311	7,5	7,0	14,8	115 554	-13,3	-29,2	6,4

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

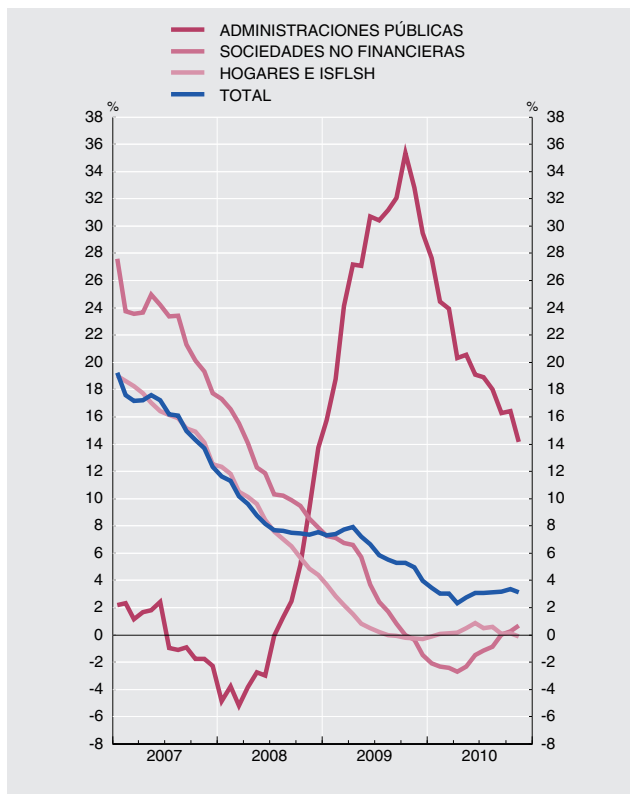
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

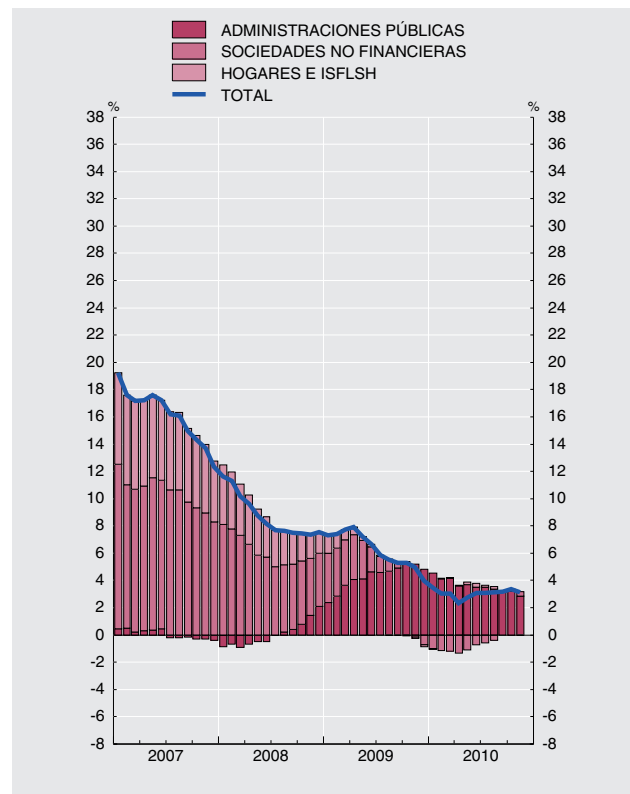
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual						Contribución a la tasa de total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>07</b>	2 470 505	270 478	12,3	-2,3	15,5	17,7	12,5	15,9	18,4	12,4	-0,4	12,7	8,3	4,4	11,1	0,3	1,4
<b>08</b>	2 649 433	186 684	7,6	13,7	6,4	7,9	4,4	5,6	12,1	10,9	2,1	5,4	3,9	1,6	4,0	0,2	1,3
<b>09</b>	2 773 580	105 406	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
<b>09 Ago</b>	2 728 905	-8 095	5,5	31,2	1,0	1,7	-0,0	-0,6	25,1	7,4	4,7	0,8	0,9	-0,0	-0,4	0,4	0,9
<b>Sep</b>	2 741 619	16 758	5,3	32,0	0,5	0,8	-0,1	-1,0	26,6	6,1	4,9	0,4	0,4	-0,0	-0,7	0,4	0,7
<b>Oct</b>	2 754 741	11 076	5,3	35,3	-0,1	-0,0	-0,2	-1,5	29,2	4,8	5,4	-0,1	-0,0	-0,1	-1,1	0,4	0,6
<b>Nov</b>	2 774 192	20 177	4,9	32,8	-0,3	-0,3	-0,2	-1,7	33,6	3,9	5,2	-0,3	-0,2	-0,1	-1,2	0,5	0,5
<b>Dic</b>	2 773 580	-5 763	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
<b>10 Ene</b>	2 759 185	-13 452	3,5	27,7	-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
<b>Feb</b>	2 763 691	5 770	3,0	24,5	-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
<b>Mar</b>	2 781 677	18 162	3,0	23,9	-1,4	-2,4	0,1	-2,1	32,6	-2,0	4,2	-1,1	-1,2	0,0	-1,4	0,6	-0,2
<b>Abr</b>	2 787 811	5 237	2,3	20,3	-1,5	-2,7	0,2	-2,3	39,8	-2,8	3,6	-1,3	-1,3	0,1	-1,6	0,7	-0,3
<b>May</b>	2 801 995	12 726	2,7	20,6	-1,2	-2,3	0,5	-2,0	43,0	-2,5	3,7	-0,9	-1,1	0,2	-1,4	0,7	-0,3
<b>Jun</b>	2 825 332	24 474	3,1	19,1	-0,5	-1,5	0,9	-1,0	43,7	-3,5	3,5	-0,4	-0,7	0,3	-0,7	0,7	-0,4
<b>Jul</b>	P 2 821 803	-2 502	3,1	18,9	-0,5	-1,2	0,5	-1,0	25,8	-1,7	3,5	-0,4	-0,6	0,2	-0,7	0,5	-0,2
<b>Ago</b>	P 2 814 620	-6 958	3,1	18,0	-0,3	-0,9	0,6	-0,8	26,6	-1,4	3,4	-0,2	-0,4	0,2	-0,5	0,5	-0,2
<b>Sep</b>	P 2 825 593	17 926	3,2	16,3	0,1	0,0	0,1	-0,7	28,1	-0,2	3,1	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,0
<b>Oct</b>	P 2 841 801	16 961	3,4	16,4	0,2	0,2	0,1	-0,6	26,4	0,5	3,2	0,2	0,1	0,0	-0,4	0,5	0,1
<b>Nov</b>	P 2 854 450	14 213	3,1	14,2	0,4	0,7	-0,1	-0,3	17,8	1,3	2,8	0,3	0,3	-0,0	-0,2	0,4	0,2

### FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Tasas de variación interanual



### FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

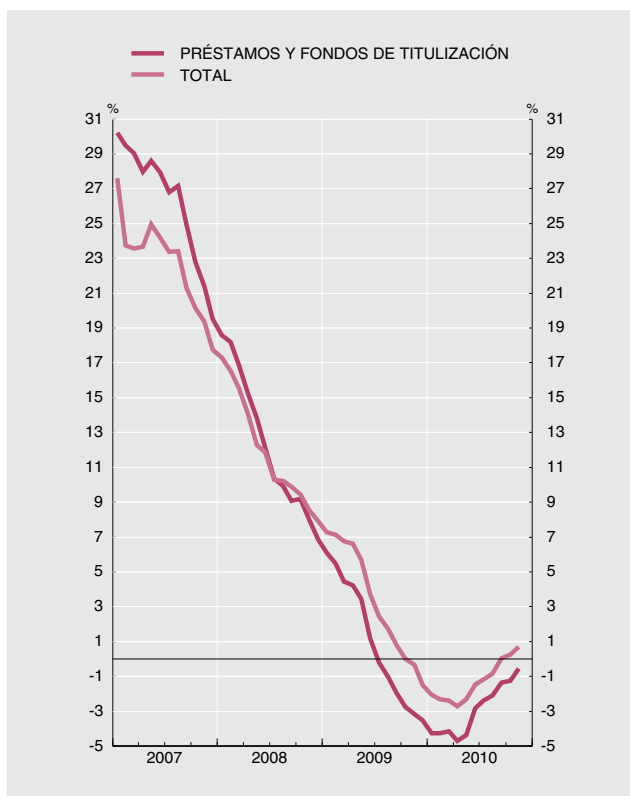
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

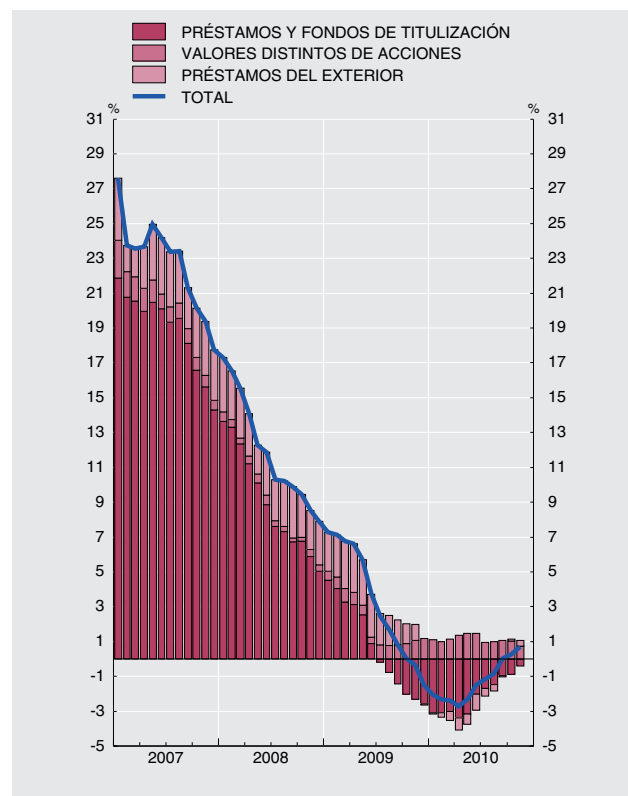
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual		Contribución a la tasa del total
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>07</b>	1 215 441	181 829	17,7	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	283 137	12,2	2,9	2 678
<b>08</b>	1 305 918	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
<b>09</b>	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
<b>09 Ago</b>	1 316 545	-9 530	1,7	926 641	-1,0	-0,8	49 400	35 444	25,1	0,8	340 504	7,3	1,7	1 465
<b>Sep</b>	1 312 271	-890	0,8	924 951	-1,9	-1,4	49 278	35 363	26,6	0,8	338 041	6,1	1,4	1 447
<b>Oct</b>	1 312 650	-1 998	-0,0	922 856	-2,8	-2,0	50 739	35 330	29,2	0,9	339 055	4,8	1,1	1 406
<b>Nov</b>	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
<b>Dic</b>	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
<b>10 Ene</b>	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
<b>Feb</b>	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
<b>Mar</b>	1 303 978	2 745	-2,4	907 617	-4,2	-3,0	60 093	43 130	32,6	1,1	336 268	-2,1	-0,5	1 140
<b>Abr</b>	1 308 492	3 294	-2,7	904 876	-4,7	-3,4	63 855	45 873	39,8	1,4	339 761	-2,8	-0,7	1 187
<b>May</b>	1 312 059	1 850	-2,3	906 048	-4,4	-3,1	64 350	46 658	43,0	1,5	341 662	-2,5	-0,6	1 351
<b>Jun</b>	1 314 261	2 037	-1,5	907 970	-2,8	-2,0	63 777	46 358	43,7	1,5	342 514	-3,6	-0,9	1 856
<b>Jul</b>	P 1 316 400	2 856	-1,2	907 752	-2,4	-1,7	62 602	45 523	25,8	1,0	346 047	-1,7	-0,4	1 783
<b>Ago</b>	P 1 311 108	-5 384	-0,9	900 944	-2,1	-1,5	62 520	45 826	26,6	1,0	347 643	-1,5	-0,4	1 697
<b>Sep</b>	P 1 315 917	10 800	0,0	904 900	-1,4	-1,0	63 136	45 941	28,1	1,1	347 881	-0,2	-0,1	1 493
<b>Oct</b>	P 1 316 583	826	0,2	904 310	-1,3	-0,9	64 109	46 973	26,4	1,0	348 164	0,4	0,1	1 589
<b>Nov</b>	P 1 320 019	4 532	0,7	905 797	-0,6	-0,4	64 808	47 763	17,8	0,7	349 415	1,3	0,3	1 553

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

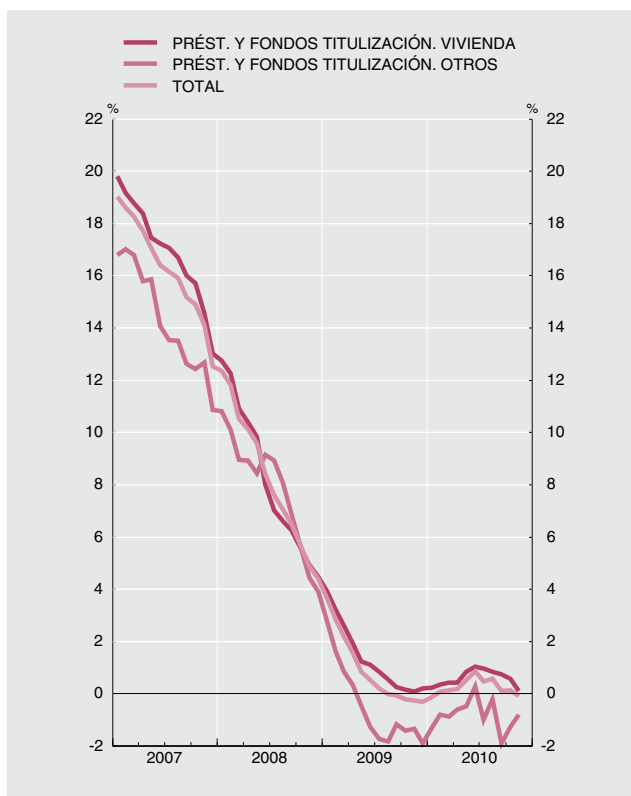
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

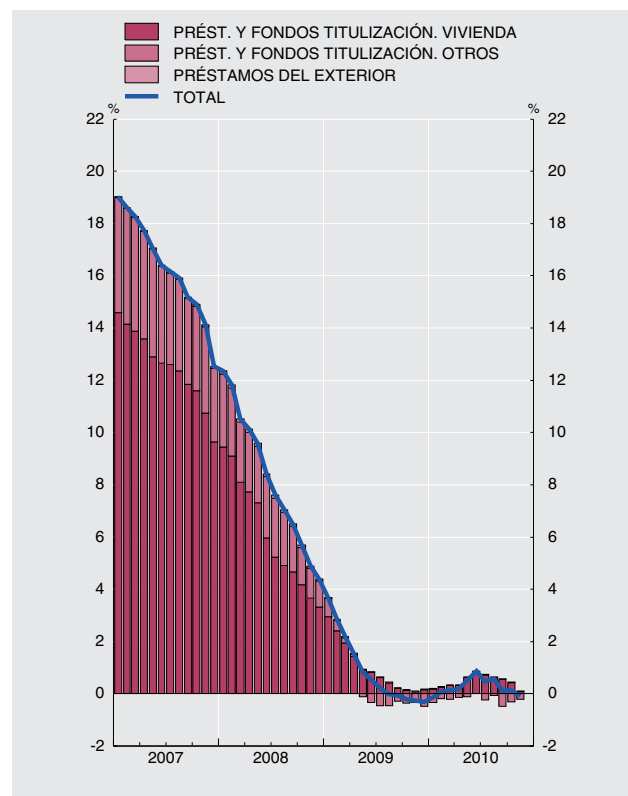
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>07</b>	874 405	97 497	12,5	650 116	13,0	9,6	222 510	10,9	2,8	1 778	51,4	0,1	26 576	5 625
<b>08</b>	910 537	38 386	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	2 376	33,6	0,1	23 304	4 436
<b>09</b>	903 756	-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
<b>09 Ago</b>	903 763	-2 323	-0,0	676 883	0,5	0,4	223 520	-1,8	-0,5	3 361	13,0	0,0	24 599	3 424
<b>Sep</b>	903 646	543	-0,1	676 739	0,3	0,2	223 538	-1,2	-0,3	3 370	13,0	0,0	24 305	3 310
<b>Oct</b>	904 199	884	-0,2	677 498	0,2	0,1	223 319	-1,4	-0,4	3 382	12,2	0,0	24 155	3 210
<b>Nov</b>	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
<b>Dic</b>	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
<b>10 Ene</b>	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
<b>Feb</b>	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
<b>Mar</b>	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
<b>Abr</b>	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
<b>May</b>	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
<b>Jun</b>	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
<b>Jul</b>	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
<b>Ago</b>	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
<b>Sep</b>	898 411	-3 845	0,1	678 448	0,7	0,6	216 448	-1,9	-0,5	3 515	3,1	0,0	19 216	2 070
<b>Oct</b>	899 000	1 180	0,1	677 985	0,6	0,4	217 439	-1,3	-0,3	3 575	4,5	0,0	19 021	2 019
<b>Nov</b>	902 057	3 527	-0,1	675 838	0,1	0,1	222 632	-0,8	-0,2	3 587	4,6	0,0	17 041	1 743

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

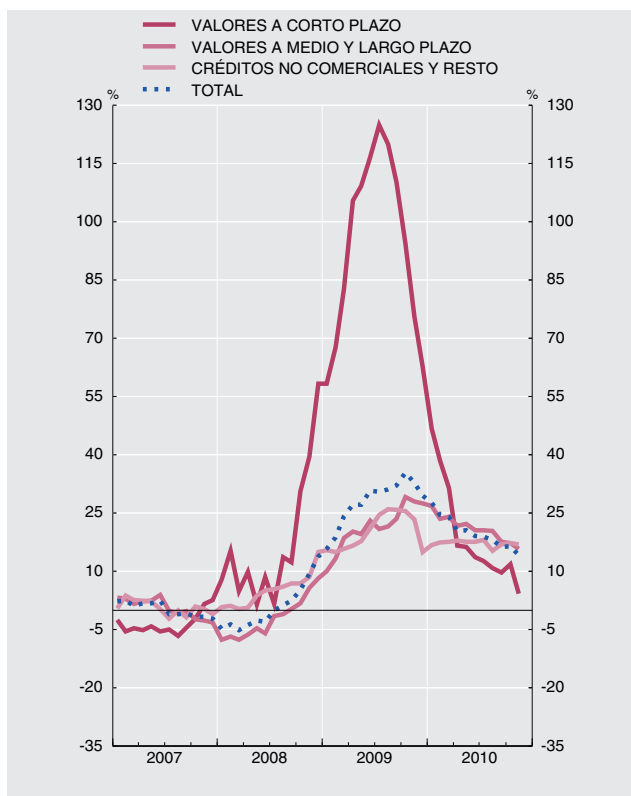
## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

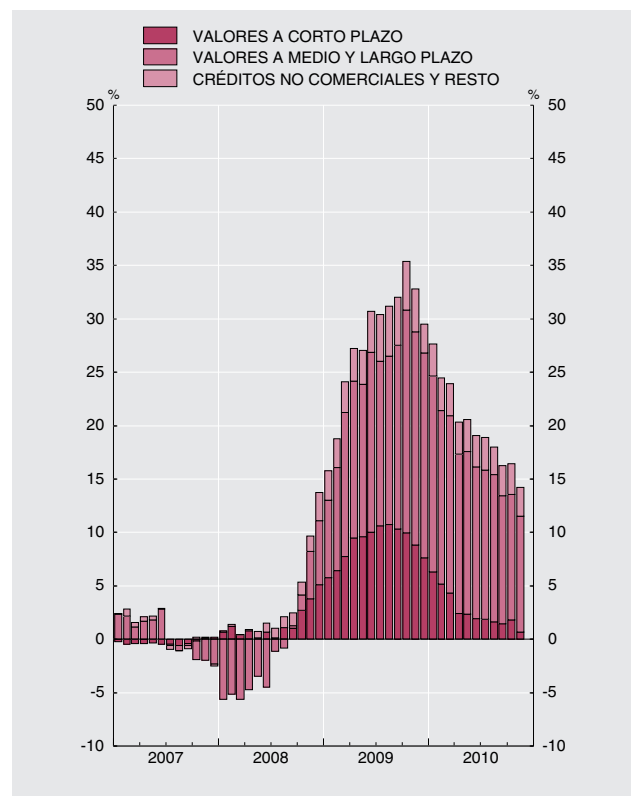
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>06</b>	389 507	-1 575	-0,4	32 574	-770	-2,3	-0,2	288 873	-1 217	-0,4	-0,3	68 061	412	0,6	0,1
<b>07</b>	380 660	-8 847	-2,3	33 397	823	2,5	0,2	279 872	-9 001	-3,1	-2,3	67 392	-669	-1,0	-0,2
<b>08</b>	432 978	52 318	13,7	52 876	19 479	58,3	5,1	302 656	22 784	8,1	6,0	77 446	10 055	14,9	2,6
<b>09</b>	P 560 622	127 644	29,5	86 003	33 127	62,7	7,7	385 561	82 905	27,4	19,1	89 058	11 612	15,0	2,7
<b>09 Jun</b>	P 503 702	16 643	30,7	71 808	1 446	116,6	10,0	346 582	11 707	23,0	16,8	85 313	3 490	21,0	3,8
<b>Jul</b>	P 504 840	1 137	30,4	74 013	2 206	124,9	10,6	344 480	-2 102	20,9	15,4	86 346	1 034	24,5	4,4
<b>Ago</b>	P 508 597	3 757	31,2	76 512	2 499	120,0	10,8	345 121	641	21,5	15,8	86 963	617	26,0	4,6
<b>Sep</b>	P 525 702	17 105	32,0	78 476	1 964	110,3	10,3	359 155	14 033	23,5	17,2	88 071	1 108	25,8	4,5
<b>Oct</b>	P 537 892	12 191	35,3	81 328	2 852	94,3	9,9	367 883	8 729	29,1	20,9	88 681	610	25,5	4,5
<b>Nov</b>	P 553 739	15 847	32,8	85 523	4 195	75,6	8,8	379 926	12 043	28,0	20,0	88 290	-391	23,4	4,0
<b>Dic</b>	P 560 622	6 883	29,5	86 003	480	62,7	7,7	385 561	5 635	27,4	19,1	89 058	768	15,0	2,7
<b>10 Ene</b>	P 554 078	-6 544	27,7	85 772	-231	46,8	6,3	377 661	-7 900	26,7	18,4	90 645	1 587	16,8	3,0
<b>Feb</b>	P 561 425	7 347	24,5	83 533	-2 238	38,6	5,2	385 513	7 852	23,5	16,3	92 378	1 733	17,4	3,0
<b>Mar</b>	P 577 864	16 440	23,9	84 644	1 111	31,4	4,3	399 788	14 274	24,0	16,6	93 432	1 054	17,5	3,0
<b>Abr</b>	P 578 300	436	20,3	81 354	-3 290	16,7	2,4	402 724	2 936	21,7	14,9	94 223	790	17,9	3,0
<b>May</b>	P 587 154	8 854	20,6	81 750	397	16,2	2,3	409 152	6 428	22,2	15,3	96 252	2 029	17,6	3,0
<b>Jun</b>	P 599 835	12 681	19,1	81 616	-135	13,7	1,9	417 901	8 749	20,6	14,2	100 319	4 067	17,6	3,0
<b>Jul</b>	A 600 349	514	18,9	83 409	1 793	12,7	1,9	414 997	-2 904	20,5	14,0	101 943	1 624	18,1	3,1
<b>Ago</b>	A 600 226	-123	18,0	84 768	1 359	10,8	1,6	415 245	248	20,3	13,8	100 213	-1 730	15,2	2,6
<b>Sep</b>	A 611 198	10 972	16,3	86 110	1 342	9,7	1,5	422 179	6 934	17,5	12,0	102 909	2 696	16,8	2,8
<b>Oct</b>	A 626 152	14 954	16,4	90 961	4 852	11,8	1,8	431 168	8 989	17,2	11,8	104 023	1 114	17,3	2,9
<b>Nov</b>	A 632 306	6 154	14,2	89 194	-1 768	4,3	0,7	439 888	8 720	15,8	10,8	103 225	-798	16,9	2,7

### FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Tasas de variación interanual



### FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

b. Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

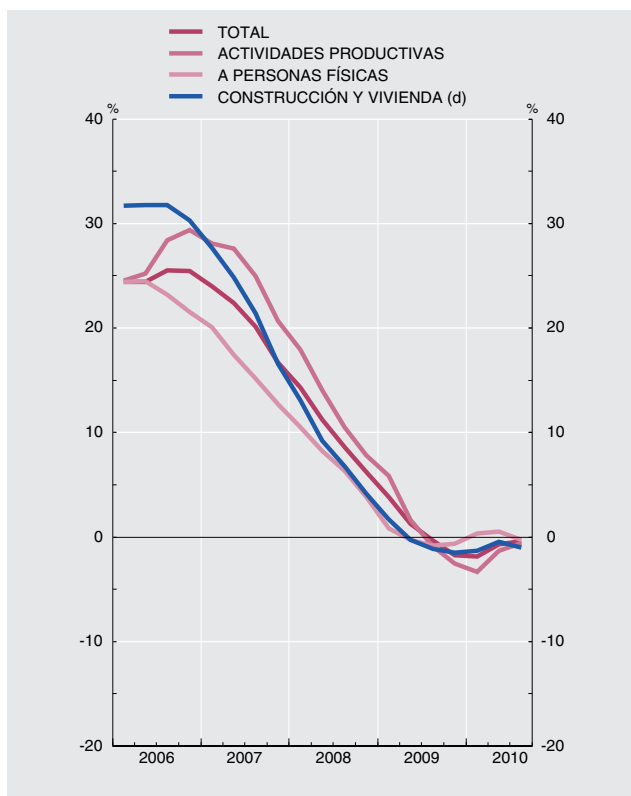
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

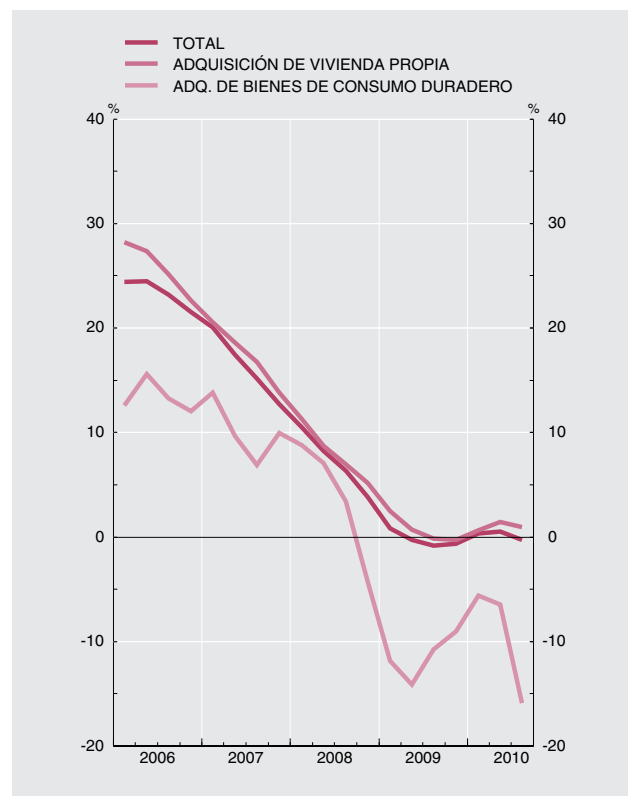
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)			
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)							
											Del cual				Servicios inmobiliarios	Del cual	Adquisición de vivienda
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 /	1 350 190	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 697	502 002	478 158	49 161	91 535	5 109	21 077	817 195		
//	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		
III	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		
III	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		
III	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918		
IV	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988		
10 /	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 474	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758		
//	1 850 230	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	28 489	1 106 436		
III	1 840 820	991 373	23 456	152 031	121 514	694 373	320 089	810 037	658 552	628 016	40 259	111 225	5 743	33 667	1 100 155		

### CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



### CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

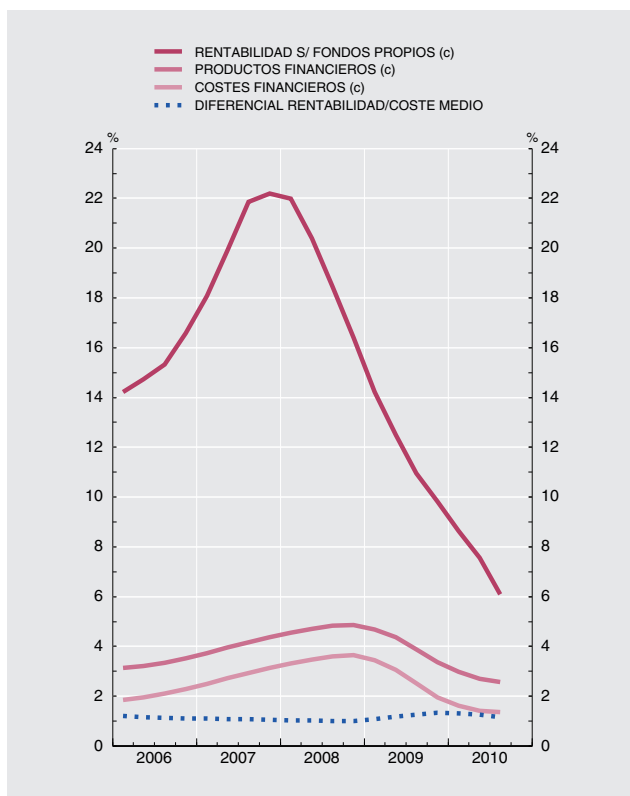
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO RESIDENTES EN ESPAÑA

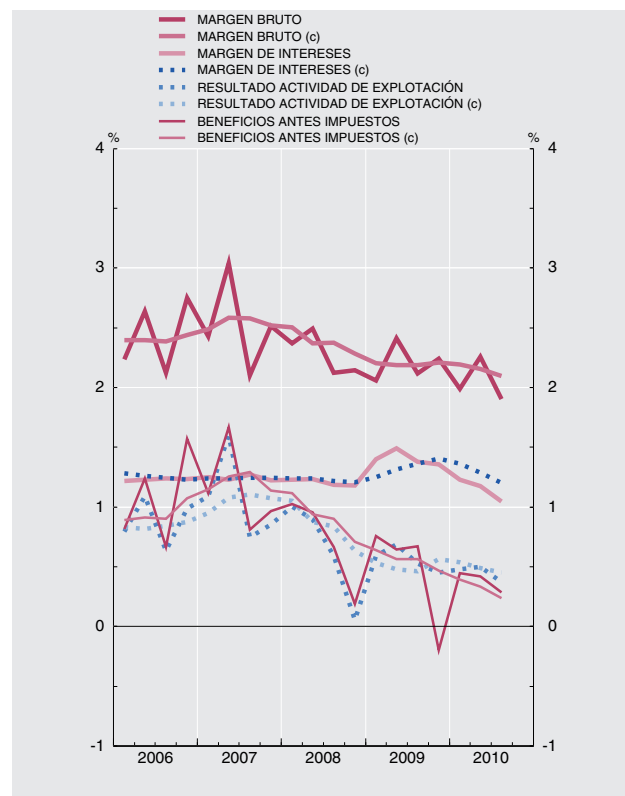
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado								En porcentaje							
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14	15
							Gastos de explotación	Del cual De personal								
<b>07</b>	4,7	3,5	1,2	1,3	2,5	1,1	0,7	0,6	0,6	0,9	0,4	1,0	20,8	4,6	3,6	1,0
<b>08</b>	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0	
<b>09</b>	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3	
<b>07</b> /	4,5	3,2	1,3	0,8	2,1	1,1	0,6	0,3	0,7	0,1	0,8	23,7	4,4	3,3	1,1	
<b>IV</b>	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	
<b>08</b> /	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	
<b>II</b>	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	
<b>III</b>	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	
<b>IV</b>	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	
<b>09</b> /	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	
<b>II</b>	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	
<b>III</b>	3,0	1,6	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,6	0,5	0,3	0,7	9,9	4,2	2,9	1,3	
<b>IV</b>	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3	
<b>10</b> /	2,5	1,3	1,2	0,8	2,0	0,9	0,6	0,6	0,5	0,1	0,4	6,6	3,2	1,9	1,3	
<b>II</b>	2,5	1,3	1,2	1,1	2,3	0,9	0,6	0,8	0,5	0,2	0,4	5,7	2,9	1,6	1,3	
<b>III</b>	2,4	1,4	1,0	0,9	1,9	0,9	0,6	0,6	0,4	0,2	0,3	4,0	2,7	1,6	1,2	

CUENTA DE RESULTADOS  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

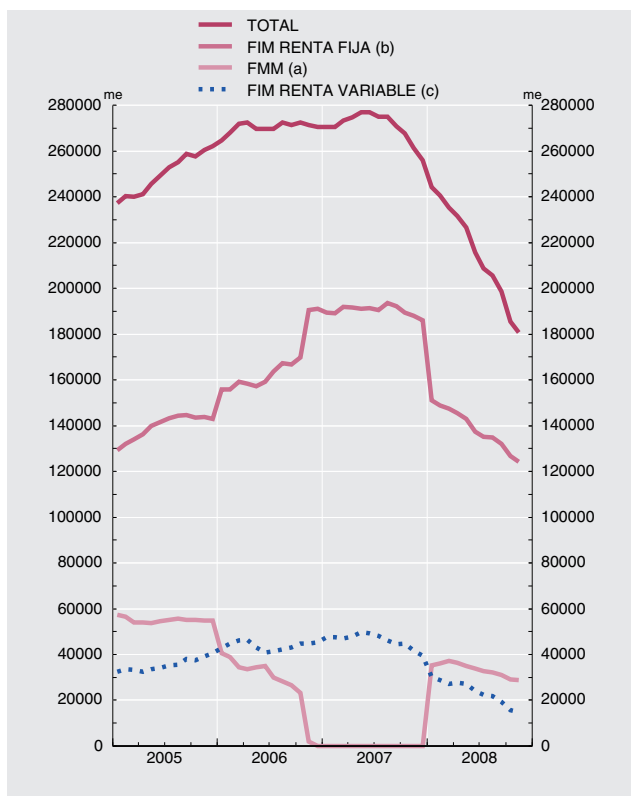
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

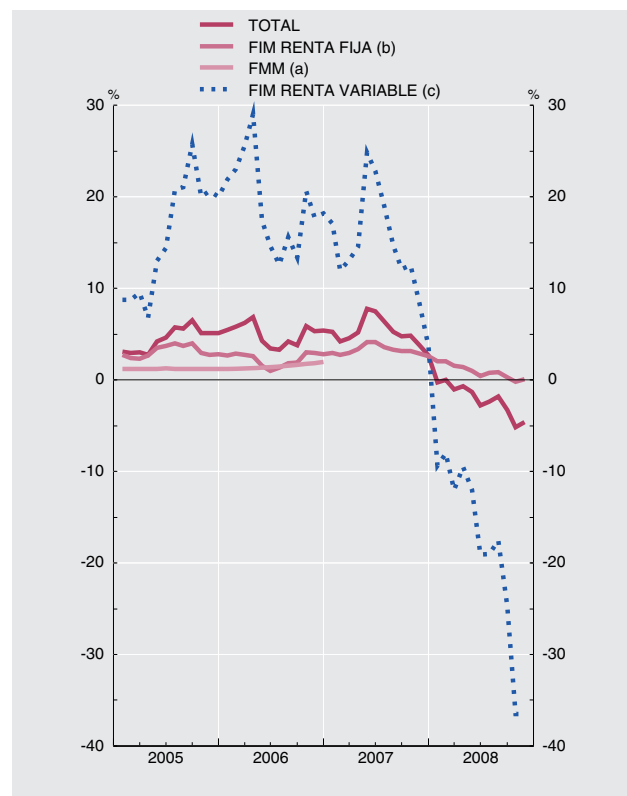
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>05</b>	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>07 Ago</b>	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
<b>Sep</b>	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
<b>Oct</b>	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
<b>Nov</b>	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
<b>Dic</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>08 Ene</b>	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
<b>Feb</b>	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
<b>Mar</b>	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
<b>Abr</b>	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
<b>May</b>	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
<b>Jun</b>	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
<b>Jul</b>	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
<b>Ago</b>	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
<b>Sep</b>	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
<b>Oct</b>	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
<b>Nov</b>	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

#### PATRIMONIO



#### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.



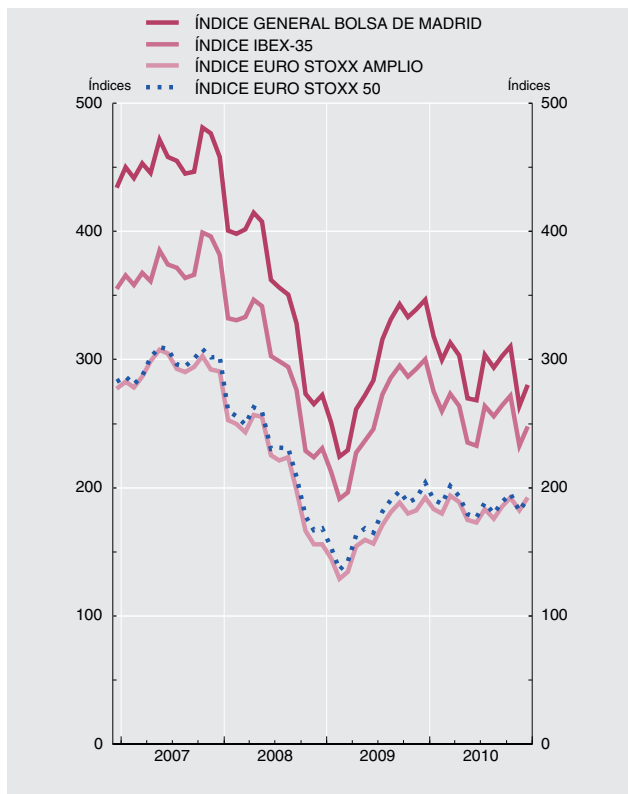
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

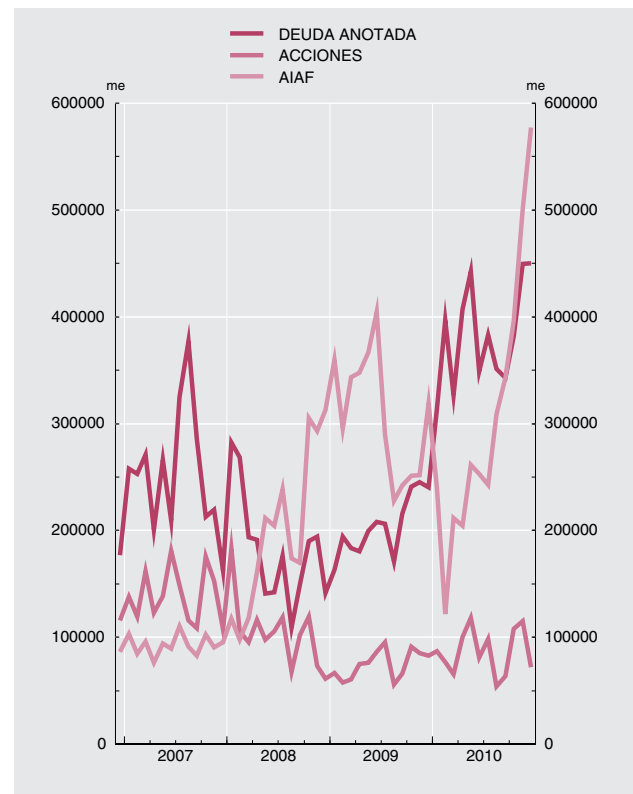
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>08</b>	1 262,61	11 738,25	309,67	3 277,70	1 245 129	79 578	2 178 310	2 403 160	-	19 146	-	7 605
<b>09</b>	1 055,69	10 107,91	235,02	2 529,03	898 195	75 103	2 448 490	3 699 008	-	33 946	-	5 752
<b>10</b>	P 1 053,39	10 203,05	262,36	2 737,05	1 038 259	67 454	4 594 232	3 660 872	-	37 904	-	6 639
<b>09 Sep</b>	1 229,35	11 756,10	269,14	2 872,63	65 772	7 226	215 553	241 874	...	4 438	...	469
<b>Oct</b>	1 194,17	11 414,80	256,63	2 743,50	91 389	6 713	241 093	250 942	...	3 648	...	495
<b>Nov</b>	1 215,11	11 644,70	260,35	2 797,25	84 933	5 151	245 345	251 937	...	1 455	...	475
<b>Dic</b>	1 241,72	11 940,00	274,78	2 966,24	82 938	6 319	240 634	319 010	...	3 727	...	423
<b>10 Ene</b>	1 140,57	10 947,70	261,87	2 776,83	86 985	5 193	313 732	240 235	...	3 461	...	482
<b>Feb</b>	1 074,18	10 333,60	256,81	2 728,47	76 836	9 121	396 603	121 869	...	3 158	...	545
<b>Mar</b>	1 123,08	10 871,30	277,00	2 931,16	65 520	4 485	326 695	211 340	...	3 283	...	528
<b>Abr</b>	1 086,68	10 492,20	269,34	2 816,86	100 108	5 352	406 736	204 246	...	2 088	...	667
<b>May</b>	966,64	9 359,40	249,82	2 610,26	118 350	4 176	442 094	261 511	...	3 036	...	872
<b>Jun</b>	960,79	9 263,40	246,38	2 573,32	80 641	5 013	349 054	253 096	...	3 866	...	642
<b>Jul</b>	1 088,62	10 499,80	261,65	2 742,14	98 411	4 761	383 009	242 812	...	2 610	...	532
<b>Ago</b>	1 052,73	10 187,00	251,15	2 622,95	53 667	4 420	351 521	308 542	...	2 280	...	415
<b>Sep</b>	1 085,03	10 514,50	264,43	2 747,90	63 353	5 259	342 963	342 945	...	3 296	...	450
<b>Oct</b>	1 111,28	10 812,90	274,34	2 844,99	107 818	4 759	381 546	396 506	...	2 359	...	454
<b>Nov</b>	944,91	9 267,20	260,19	2 650,99	114 931	10 151	449 857	500 240	...	4 053	...	570
<b>Dic</b>	P 1 003,73	9 859,10	274,45	2 792,82	71 638	4 765	450 423	577 528	...	4 412	...	481

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)

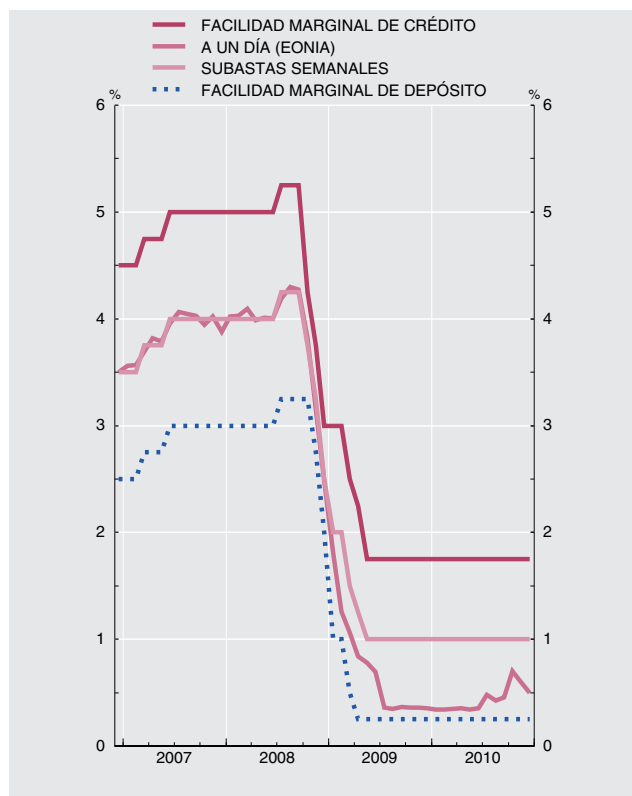
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

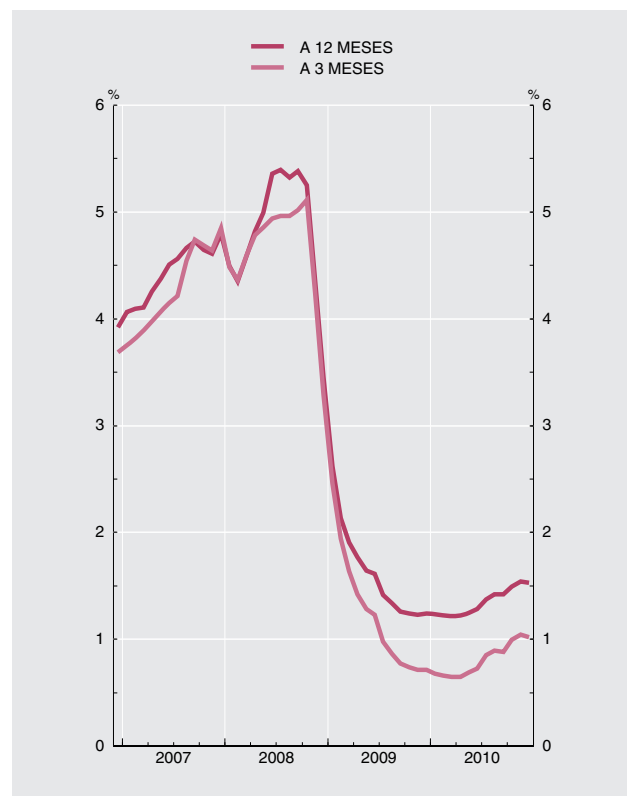
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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	
<b>08</b>	2,50	2,50	3,00	2,00	3,863	4,27	4,63	4,72	4,81	3,85	4,26	4,62	4,66	4,78	3,71	3,74	3,71	3,47
<b>09</b>	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
<b>10</b>	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
<b>09 Sep</b>	1,00	1,00	1,75	0,25	0,363	0,46	0,77	1,04	1,26	0,32	0,51	0,80	1,08	1,26	0,29	0,30	0,38	0,74
<b>Oct</b>	1,00	1,00	1,75	0,25	0,359	0,43	0,74	1,02	1,24	0,30	0,43	0,75	1,00	-	0,27	0,29	0,42	0,81
<b>Nov</b>	1,00	1,00	1,75	0,25	0,362	0,44	0,72	0,99	1,23	0,33	0,44	0,72	0,97	1,23	0,31	0,34	0,41	0,82
<b>Dic</b>	1,00	1,00	1,75	0,25	0,355	0,48	0,71	1,00	1,24	0,32	0,50	0,70	0,96	1,24	0,27	0,32	0,40	0,70
<b>10 Ene</b>	1,00	1,00	1,75	0,25	0,344	0,44	0,68	0,98	1,23	0,30	0,42	0,67	0,98	1,23	0,26	0,29	0,31	0,81
<b>Feb</b>	1,00	1,00	1,75	0,25	0,341	0,42	0,66	0,97	1,23	0,31	0,42	0,65	0,94	1,33	0,27	0,31	0,36	0,80
<b>Mar</b>	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	-
<b>Abr</b>	1,00	1,00	1,75	0,25	0,353	0,40	0,64	0,96	1,23	0,32	0,42	0,64	0,84	1,21	0,26	0,27	0,33	0,79
<b>May</b>	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	-
<b>Jun</b>	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	-
<b>Jul</b>	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	-
<b>Ago</b>	1,00	1,00	1,75	0,25	0,426	0,64	0,90	1,15	1,42	0,38	0,85	1,00	1,16	1,43	0,33	0,65	0,87	1,50
<b>Sep</b>	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	-
<b>Oct</b>	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	-
<b>Nov</b>	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	-
<b>Dic</b>	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	-

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

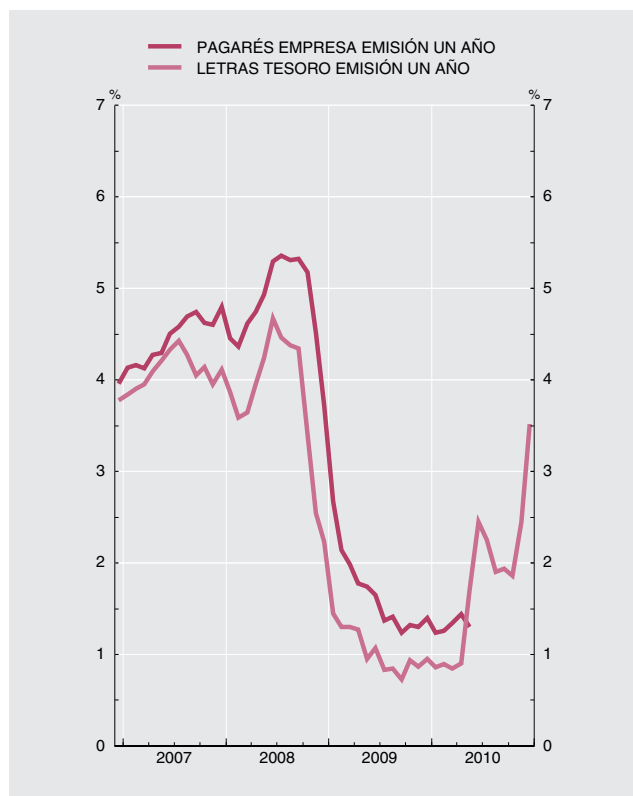
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>08</b>	3,78	3,71	4,82	4,89	3,93	4,10	4,48	4,92	4,76	3,89	4,36	5,25	
<b>09</b>	1,04	0,99	1,67	1,67	2,30	2,98	3,99	4,45	4,86	2,23	3,97	3,46	
<b>10</b>	1,80	1,70	1,32	1,62	2,79	3,20	4,46	5,04	5,11	2,64	4,25	3,74	
<b>09</b> Sep	0,73	0,78	1,24	1,32	1,53	2,80	3,88	-	4,70	1,90	3,80	3,26	
Oct	0,94	0,86	1,32	1,25	2,28	2,87	3,88	-	-	1,92	3,77	3,79	
Nov	0,87	0,85	1,30	1,24	-	2,76	-	4,26	-	1,93	3,79	3,17	
Dic	0,95	0,88	1,40	1,19	2,15	-	3,90	-	-	2,02	3,80	2,80	
<b>10</b> 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	

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

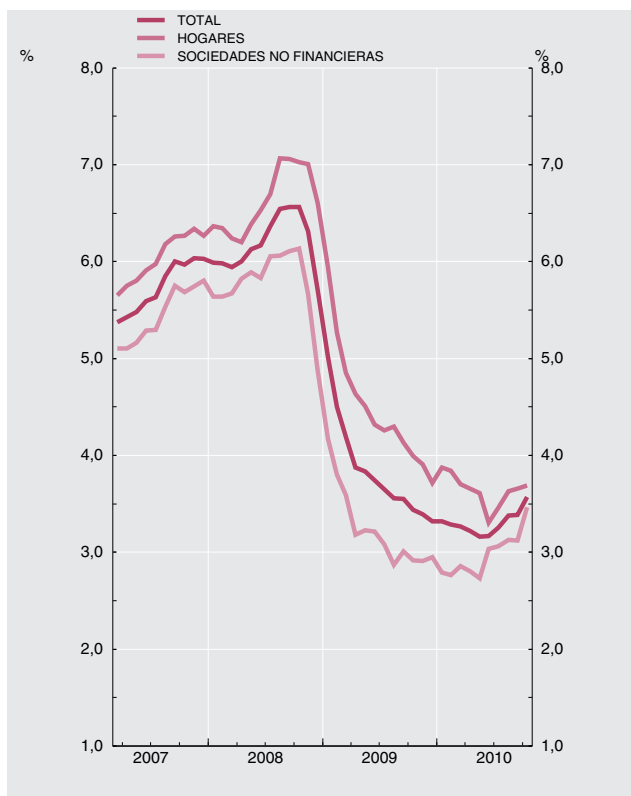
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)										
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras					
		2	3	4	5	6	7		9	10	11	12	13	14	15	16		
1	Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines (e)	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (c)	8	Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales			
08	5,70	6,61	5,83	8,83	4,87	5,91	4,42	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29		
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	A	3,53	3,72	2,79	6,47	3,35	4,41	2,83	1,65	1,76	0,29	2,82	0,65	1,32	0,58	2,14	0,62	
09	Abr	3,87	4,63	3,55	7,82	3,18	4,69	2,56	1,58	1,66	0,49	2,46	0,74	1,31	0,87	1,90	0,76	
	May	3,84	4,51	3,36	7,90	3,23	4,62	2,57	1,49	1,58	0,46	2,38	0,64	1,21	0,79	1,77	0,70	
	Jun	3,74	4,32	3,16	7,62	3,22	4,69	2,67	1,41	1,52	0,42	2,34	0,67	1,06	0,65	1,60	0,70	
	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	3,17	3,31	2,39	5,99	3,03	4,08	2,56	1,37	1,48	0,28	2,43	0,57	1,04	0,53	1,71	0,48	
	Jul	3,26	3,45	2,53	6,25	3,06	4,19	2,59	1,51	1,58	0,29	2,57	0,62	1,28	0,58	2,12	0,54	
	Ago	3,38	3,63	2,60	6,73	3,13	4,23	2,61	1,46	1,55	0,30	2,50	0,43	1,18	0,55	1,97	0,43	
	Sep	3,38	3,66	2,66	6,68	3,12	4,22	2,57	1,61	1,70	0,30	2,73	0,42	1,33	0,54	2,27	0,45	
	Oct	3,57	3,69	2,70	6,70	3,46	4,37	2,93	1,63	1,71	0,29	2,75	0,68	1,34	0,56	2,19	0,69	
	Nov	P	3,53	3,72	2,79	6,47	3,35	4,41	2,83	1,65	1,76	0,29	2,82	0,65	1,32	0,58	2,14	0,62

**PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS**



**DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS**



FUENTE: BE.

a. Cuadro incluido entre los requerimientos del FMI en el contexto de las Normas Especiales de Distribución de Datos (NEDD)

b. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

c. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

d. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

e. Hasta mayo de 2010, inclusive, esta columna incluye el crédito concedido a través de tarjetas de crédito (véase nota de novedades del Boletín Estadístico julio-agosto 2010).

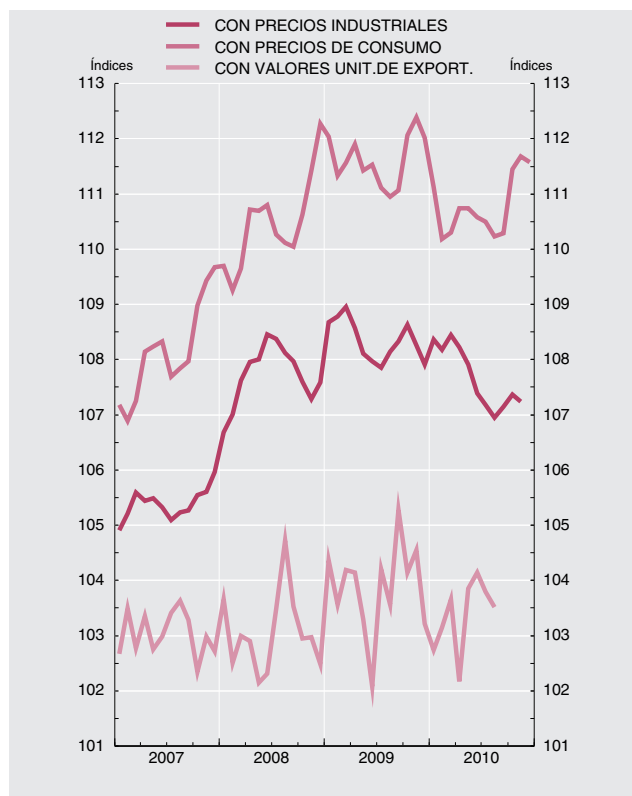
## 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	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	
<b>07</b>	105,4	108,1	110,7	103,0	100,0	105,4	108,2	110,8	103,2	105,9	109,1	113,0	121,8	104,4
<b>08</b>	107,7	110,5	113,8	103,1	101,3	106,3	109,0	112,3	101,8	107,1	110,2	114,6	123,1	104,4
<b>09</b>	108,3	111,6	112,2	103,9	103,2	105,0	108,1	108,7	100,7	107,1	109,6	110,9	114,7	105,2
<b>08 IV</b>	107,5	111,4	112,9	102,8	102,2	105,2	109,1	110,6	100,7	106,5	110,3	112,7	116,4	103,6
<b>09 I</b>	108,8	111,7	112,6	104,1	103,7	104,9	107,7	108,6	100,4	107,0	109,0	110,7	111,9	105,0
<b>09 II</b>	108,2	111,6	112,1	103,2	103,2	104,8	108,1	108,6	100,0	107,2	109,6	110,9	114,0	104,5
<b>09 III</b>	108,1	111,0	111,6	104,3	102,8	105,1	108,0	108,5	101,5	107,3	109,5	110,9	115,9	105,8
<b>09 IV</b>	108,3	112,2	112,4	104,0	103,2	104,9	108,7	108,9	100,8	107,1	110,2	111,2	116,7	105,5
<b>10 I</b>	108,3	110,6	110,8	103,2	102,8	105,3	107,5	107,7	100,4	107,2	109,2	110,1	114,6	105,1
<b>10 II</b>	107,8	110,7	110,7	103,4	102,4	105,3	108,1	108,1	101,1	107,2	109,8	110,4	116,1	105,6
<b>10 III</b>	107,1	110,3	109,3	...	102,1	104,9	108,1	107,0	...	106,7	109,8	109,3	117,2	...
<b>10 Mar</b>	108,4	110,3	...	103,7	102,9	105,4	107,2	...	100,8	107,2	108,9	...	...	105,6
<b>10 Abr</b>	108,2	110,7	...	102,2	102,5	105,5	108,0	...	99,7	107,4	109,7	...	...	104,4
<b>10 May</b>	107,9	110,7	...	103,9	102,5	105,3	108,1	...	101,4	107,2	109,8	...	...	106,0
<b>10 Jun</b>	107,4	110,6	...	104,1	102,2	105,1	108,3	...	102,0	107,0	110,0	...	...	106,4
<b>10 Jul</b>	107,2	110,5	...	103,8	102,2	104,9	108,1	...	101,6	106,7	109,9	...	...	105,8
<b>10 Ago</b>	106,9	110,2	...	103,5	102,0	104,9	108,1	...	101,6	106,7	109,9	...	...	105,7
<b>10 Sep</b>	107,1	110,3	...	...	102,1	104,9	108,0	...	...	106,7	109,8	...	...	...
<b>10 Oct</b>	107,4	111,5	...	...	102,5	104,7	108,7	...	...	106,5	110,5	...	...	...
<b>10 Nov</b>	107,2	111,7	...	...	102,3	104,8	109,2	...	...	106,6	111,0	...	...	...
<b>10 Dic</b>	...	111,6	...	...	102,2	...	109,2	...	...	...	111,0	...	...	...

### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

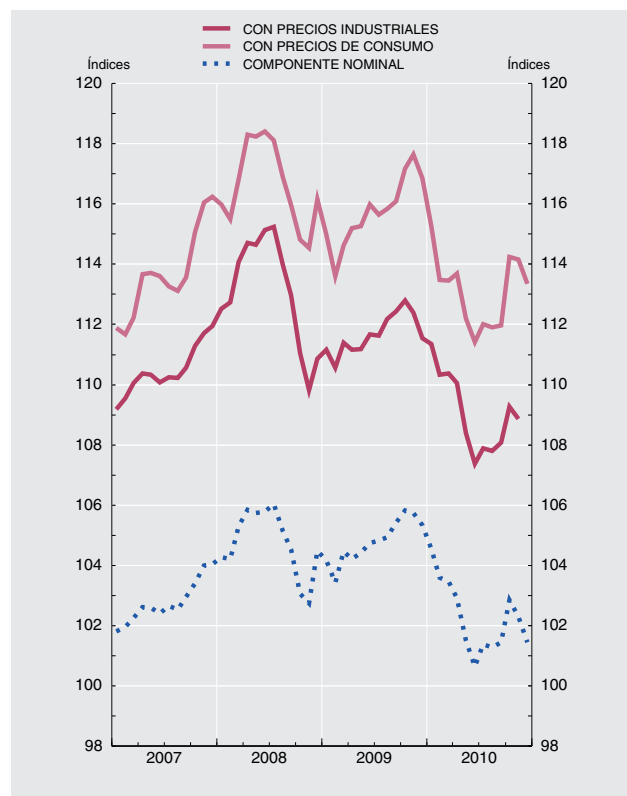
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados					Frente a los países industrializados								
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales (1)	Con precios consumo (2)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (3)	Con valores unitarios de las exportaciones (4)		Con precios industriales (6)	Con precios consumo (7)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (8)	Con valores unitarios de las exportaciones (9)	Con precios industriales (10)	Con precios consumo (11)		Con precios industriales (13)	Con precios consumo (14)
<b>07</b>	109,7	112,4	126,2	105,5	101,8	107,8	110,4	124,0	103,7	110,5	113,7	102,8	107,5	110,6
<b>08</b>	112,4	115,3	130,4	105,7	103,4	108,7	111,5	126,1	102,3	113,2	116,7	104,8	108,0	111,3
<b>09</b>	111,3	114,9	122,7	105,5	103,7	107,3	110,8	118,4	101,9	111,7	115,8	104,8	106,6	110,5
<b>08 IV</b>	110,5	114,7	123,3	104,3	102,7	107,6	111,7	120,2	101,7	110,6	115,2	103,4	106,9	111,4
<b>09 I</b>	111,0	114,0	119,4	105,0	103,3	107,4	110,4	115,6	101,7	111,1	114,4	104,0	106,8	110,0
<b>II</b>	111,0	114,8	122,6	104,7	103,5	107,2	110,9	118,4	101,2	111,3	115,5	104,5	106,6	110,6
<b>III</b>	111,4	114,8	123,8	106,3	103,7	107,4	110,7	119,4	102,6	112,1	115,9	105,1	106,7	110,3
<b>IV</b>	111,6	116,0	125,0	106,1	104,1	107,2	111,4	120,0	101,9	112,2	117,2	105,6	106,3	111,0
<b>10 I</b>	111,0	113,7	120,8	104,6	103,1	107,6	110,3	117,2	101,5	110,7	114,1	103,9	106,6	109,8
<b>II</b>	109,7	112,9	120,6	104,0	101,7	107,8	111,0	118,6	102,3	108,6	112,4	101,7	106,8	110,6
<b>III</b>	108,8	112,4	121,0	...	101,2	107,5	111,0	119,5	...	107,9	112,0	101,4	106,5	110,5
<b>10 Mar</b>	110,9	113,3	...	104,9	103,0	107,7	110,1	...	102,0	110,4	113,5	103,5	106,7	109,6
<b>Abr</b>	110,7	113,8	...	103,4	102,6	107,9	110,9	...	100,9	110,1	113,7	102,9	106,9	110,5
<b>May</b>	109,6	112,8	...	104,2	101,7	107,8	111,0	...	102,6	108,4	112,2	101,5	106,8	110,5
<b>Jun</b>	108,7	112,2	...	104,4	100,9	107,7	111,2	...	103,5	107,4	111,4	100,6	106,7	110,7
<b>Jul</b>	108,8	112,5	...	104,4	101,3	107,5	111,1	...	103,2	107,9	112,0	101,4	106,4	110,5
<b>Ago</b>	108,7	112,3	...	104,1	101,1	107,5	111,0	...	103,0	107,8	111,9	101,3	106,4	110,5
<b>Sep</b>	108,9	112,4	...	...	101,3	107,6	110,9	...	...	108,1	112,0	101,5	106,5	110,4
<b>Oct</b>	109,7	114,2	...	...	102,3	107,3	111,7	...	...	109,3	114,2	102,8	106,3	111,1
<b>Nov</b>	109,5	114,3	...	...	101,9	107,4	112,2	...	...	108,9	114,2	102,3	106,4	111,6
<b>Dic</b>	...	113,8	...	...	101,3	...	112,3	...	...	...	113,3	101,4	...	111,7

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los periodos (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

DIC 2009	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas 29</p> <p>Análisis del impacto del gasto en I+D sobre la actividad: un enfoque agregado 43</p> <p>Las finanzas de los hogares y la macroeconomía 55</p> <p>China en la economía internacional. Impacto e implicaciones de la crisis 65</p>
ENE 2010	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2010 81</p> <p>Evolución de la composición de la cartera financiera de los hogares en España en el contexto de la crisis financiera internacional 95</p> <p>Una comparación de los ciclos inmobiliarios recientes en España, Estados Unidos y Reino Unido 107</p> <p>Un análisis de la cuota de mercado de la UEM en el período 1994-2007 121</p> <p>Un modelo de equilibrio general (BEMOD) para el análisis de la economía española en la zona del euro 137</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009 147</p>
FEB 2010	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en 2009, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>Evolución reciente de la población en España y proyecciones a corto y largo plazo 45</p> <p>Evolución reciente de las comisiones por servicios bancarios 55</p> <p>Un modelo sencillo para analizar las causas y consecuencias de las variaciones en el precio del petróleo 65</p>
MAR 2010	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Informe de proyecciones de la economía española 29</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2009 y avance de cierre del ejercicio 45</p> <p>Fluctuaciones del empleo en un mercado de trabajo con contratación dual 61</p> <p>Los instrumentos de ahorro-previsión en España: desarrollos recientes 71</p> <p>La financiación del comercio y la evolución del comercio internacional durante la crisis 83</p>
ABR 2010	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2010 73</p> <p>Las reformas microeconómicas en el área del euro 85</p> <p>El comercio exterior de servicios no turísticos en España 103</p> <p>Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2010 115</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2010 145</p>
MAY 2010	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>Comportamiento cíclico de las entradas y salidas de inmigrantes 39</p> <p>El endeudamiento de las sociedades no financieras españolas. Evolución temporal y comparación con el área del euro 49</p> <p>El empleo de la UEM en 2009 65</p> <p>La crisis financiera global en América Latina y Europa del Este. Un análisis comparado 77</p>
JUN 2010	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2010 39</p> <p>La evolución cíclica de la inversión residencial: algunos hechos estilizados 55</p> <p>Evolución reciente de la financiación a sociedades no financieras en España 65</p> <p>Los efectos de la estabilidad laboral sobre el ahorro y la riqueza de los hogares españoles 79</p> <p>El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis 87</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2009 105</p>
JUL-AGO 2010	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2010 81</p> <p>La innovación en España: el papel de la difusión tecnológica y la capacidad de absorción de las empresas 95</p> <p>El contenido informativo de las encuestas de opinión en períodos de crisis económica 109</p> <p>La evolución en España de los programas públicos de apoyo financiero al sector privado durante la crisis 125</p> <p>La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010 133</p>



	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
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
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
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
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 reposicionamiento de las grandes economías emergentes en la economía mundial	101
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

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

#### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)  
Estabilidad Financiera (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)  
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria de la Central de Información de Riesgos (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)

#### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

#### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).

**Nota:** La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).
- 54 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. I: Banco de San Carlos (2009).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0918 KAI CHRISTOFFEL, JAMES COSTAIN, GREGORY DE WALQUE, KEITH KUESTER, TOBIAS LINZERT, STEPHEN MILLARD Y OLIVIER PIERRARD: Wage, inflation and employment dynamics with labour market matching.
- 0919 JESÚS VÁZQUEZ, RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JUAN-MIGUEL LONDOÑO: On the informational role of term structure in the US monetary policy rule.
- 0920 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: What makes a high-growth firm? A probit analysis using Spanish firm-level data.
- 0921 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI Y EVA ORTEGA: Do institutional changes affect business cycles? Evidence from Europe.
- 0922 GALO NUÑO: Technology, convergence and business cycles.
- 0923 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ: The relationship between public and private saving in Spain: Does Ricardian equivalence hold?
- 0924 GONZALO FERNÁNDEZ-DE-CÓRDOBA, JAVIER J. PÉREZ Y JOSÉ L. TORRES: Public and private sector wages interactions in a general equilibrium model.
- 0925 ÁNGEL ESTRADA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: R&D investment and endogenous growth: a SVAR approach.
- 0926 JUANA ALEDO, FERNANDO GARCÍA-MARTÍNEZ Y JUAN M. MARÍN DIAZARAQUE: Firm-specific factors influencing the selection of accounting options provided by the IFRS: Empirical evidence from Spanish market.
- 0927 JAVIER ANDRÉS, SAMUEL HURTADO, EVA ORTEGA Y CARLOS THOMAS: Spain in the euro: a general equilibrium analysis.
- 0928 MAX GILLMAN Y ANTON NAKOV: Monetary effects on nominal oil prices.
- 0929 JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Distributional tests in multivariate dynamic models with Normal and Student *t* innovations.
- 0930 JOAN PAREDES, PABLO BURRIEL, FRANCISCO DE CASTRO, DANIEL GARROTE, ESTHER GORDO Y JAVIER J. PÉREZ: Fiscal policy shocks in the euro area and the US: an empirical assessment.
- 0931 TERESA LEAL, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: Short-term monitoring of the Spanish Government balance with mixed-frequencies models.
- 0932 ANTON NAKOV Y GALO NUÑO: *Oligopoly*: a general equilibrium model of the oil-macroeconomy nexus.
- 0933 TERESA LEAL Y JAVIER J. PÉREZ: Análisis de las desviaciones presupuestarias aplicado al caso del presupuesto del Estado.
- 0934 JAVIER J. PÉREZ Y A. JESÚS SÁNCHEZ: Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data.
- 0935 JOAN PAREDES, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information.
- 1001 JAVIER ANDRÉS, ÓSCAR ARCE Y CARLOS THOMAS: Banking competition, collateral constraints and optimal monetary policy.
- 1002 CRISTINA BARCELÓ Y ERNESTO VILLANUEVA: The response of household wealth to the risk of losing the job: evidence from differences in firing costs.
- 1003 ALEXANDER KARAVANOV, SONIA RUANO, JESÚS SAURINA Y ROBERT TOWNSEND: No bank, one bank, several banks: does it matter for investment?
- 1004 GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: Asymmetric standing facilities: an unexploited monetary policy tool.
- 1005 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: How does competition impact bank risk-taking?
- 1006 GIUSEPPE BERTOLA, AURELIJUS DABUSINSKAS, MARCO HOEBERICHTS, MARIO IZQUIERDO, CLAUDIA KWAPIL, JEREMI MONTORNÉS Y DANIEL RADOWSKI: Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN Survey.
- 1007 JAVIER MENCÍA: Testing non linear dependence in the Hedge Fund industry.
- 1008 ALFREDO MARTÍN-OLIVER: From proximity to distant banking: Spanish banks in the EMU.
- 1009 GALO NUÑO: Optimal research and development expenditure: a general equilibrium approach.
- 1010 LUIS J. ÁLVAREZ Y PABLO BURRIEL: Is a Calvo price setting model consistent with micro price data?
- 1011 JENS HAGENDORFF, IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union.
- 1012 DAVID DE ANTONIO LIEDO: General Equilibrium Restrictions for Dynamic Factor Models.
- 1013 JAMES COSTAIN, JUAN F. JIMENO Y CARLOS THOMAS: Employment fluctuations in a dual labor market.
- 1014 LUIS M. VICEIRA Y RICARDO GIMENO: The euro as a reserve currency for global investors.
- 1015 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Understanding the Spanish business innovation gap: The role of spillovers and firms' absorptive capacity.
- 1016 AITOR LACUESTA Y SERGIO PUENTE: El efecto del ciclo económico en las entradas y salidas de inmigrantes en España.
- 1017 REBEKKA CHRISTOPOULOU, JUAN F. JIMENO Y ANA LAMO: Changes in the wage structure in EU countries.

- 1018 THOMAS BREUER, MARTIN JANDAČKA, JAVIER MENCÍA Y MARTIN SUMMER: A systematic approach to multi-period stress testing of portfolio credit risk.
- 1019 LUIS J. ÁLVAREZ Y PABLO BURRIEL: Micro-based estimates of heterogeneous pricing rules: The United States vs. the euro area.
- 1020 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: I.T. investment and intangibles: Evidence from banks.
- 1021 LUISA LAMBERTINI, CATERINA MENDICINO Y MARIA TERESA PUNZI: Expectations-driven cycles in the housing market.
- 1022 JULIÁN MESSINA, PHILIPP DU CAJU, CLÁUDIA FILIPA DUARTE, NIELS LYNGGARD HANSEN Y MARIO IZQUIERDO: The incidence of nominal and real wage rigidity: an individual-based sectoral approach.
- 1023 ALESSIO MORO: Development, growth and volatility.
- 1024 LUIS J. ÁLVAREZ Y ALBERTO CABRERO: Does housing really lead the business cycle?
- 1025 JUAN S. MORA-SANGUINETTI: Is judicial inefficiency increasing the house property market weight in Spain? Evidence at the local level.
- 1026 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y PILAR PONCELA: Green shoots in the Euro area. A real time measure.
- 1027 AITOR ERCE Y JAVIER DÍAZ-CASSOU: Creditor discrimination during sovereign debt restructurings.
- 1028 RAFAEL REPULLO, JESÚS SAURINA Y CARLOS TRUCHARTE: Mitigating the pro-cyclicality of Basel II.
- 1029 ISABEL ARGIMÓN Y JENIFER RUIZ: The effects of national discretions on banks.
- 1030 GABRIEL JIMÉNEZ, STEVEN ONGENA, JOSÉ-LUIS PEYDRÓ Y JESÚS SAURINA: Credit supply: identifying balance-sheet channels with loan applications and granted loans.
- 1031 ENRIQUE MORAL-BENITO: Determinants of economic growth: A Bayesian panel data approach.
- 1032 GABE J. DE BONDT, TUOMAS A. PELTONEN Y DANIEL SANTABÁRBARA: Booms and busts in China's stock market: Estimates based on fundamentals.
- 1033 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y JULIAN VON LANDESBERGER: Explaining the demand for money by non-financial corporations in the euro area: A macro and a micro view.
- 1034 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: Cash holdings, firm size and access to external finance. Evidence for the euro area.
- 1035 CÉSAR ALONSO-BORREGO: Firm behavior, market deregulation and productivity in Spain.
- 1036 OLYMPIA BOVER: Housing purchases and the dynamics of housing wealth.
- 1037 DAVID DE ANTONIO LIEDO Y ELENA FERNÁNDEZ MUÑOZ: Nowcasting Spanish GDP growth in real time: "One and a half months earlier".
- 1038 FRANCESCA VIANI: International financial flows, real exchange rates and cross-border insurance.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
- 1002 SONSOLES GALLEGU, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTIN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.  
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.  
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*\*).  
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.  
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.  
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.  
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.  
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*). (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.  
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).  
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21<sup>st</sup> century (2006). Ejemplar gratuito.  
JUAN F. JIMENO (Ed.): Spain and the euro. The first ten years (2010). Ejemplar gratuito.

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)  
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)  
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>  
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)  
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).  
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).  
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*.

<b>BANCO DE ESPAÑA</b> 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
---------------------------------------	---