

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**07-08/2011**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema







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

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

© Banco de España, Madrid, 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 28
- 4 La economía española 44
- 5 Evolución financiera 64

### **Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2011 79**

**Un análisis del destino geográfico de las exportaciones españolas de bienes a través de una ecuación de gravedad 95**

**Los rendimientos salariales y la evolución reciente del nivel educativo 107**

**Reformas de los sistemas de pensiones en algunos países de la UEM 117**

**La financiación exterior y el endeudamiento de los nuevos Estados miembros de la UE 135**

**Las sociedades de tasación. Actividad y resultados en 2010 155**

**Regulación financiera: segundo trimestre de 2011 173**

**Indicadores económicos 1\***

**Artículos y publicaciones del Banco de España 67\***

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 RASGOS BÁSICOS

La economía española continuó en el primer trimestre del año la senda de moderada recuperación iniciada un año antes, con una tasa de crecimiento intertrimestral del PIB del 0,3 %, que situó su tasa interanual en el 0,8 %. Esta trayectoria se apoyó, de nuevo, en la fortaleza de la demanda exterior neta, que tuvo una aportación de 1,4 puntos porcentuales (pp) al PIB en términos de su tasa interanual, mientras que la demanda interna siguió mostrando una considerable atonía, solo interrumpida por el repunte del consumo público.

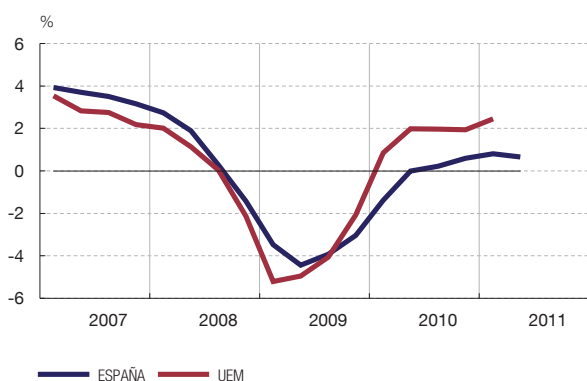
La información disponible sobre el segundo trimestre sugiere un debilitamiento de la actividad, en un entorno marcado por el agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible señalan que el PIB habría registrado una tasa de variación intertrimestral del 0,2 %, situando su tasa interanual en el 0,7 %. Por el lado del gasto, la desaceleración de la actividad se habría producido como consecuencia del retroceso de la demanda nacional (-1,9 % en tasa interanual), más pronunciado que en el trimestre anterior, mientras que la demanda exterior neta elevó su aportación positiva, hasta 2,6 pp. Debe tenerse en cuenta que en este trimestre las tasas interanuales están afectadas por la concentración de un volumen excepcional de gasto en igual período del año anterior, en anticipación a la subida del IVA el 1 de julio y a la inminente finalización de distintos programas públicos de apoyo al gasto (entre ellos, del plan 2000E de ayuda directa a la adquisición de automóviles).

Por el lado de la oferta, cabe destacar el debilitamiento de la actividad industrial, en parte debido a la discontinuidad en los procesos productivos que provocó el desabastecimiento de determinados *inputs* tras el terremoto de Japón en marzo, y a la alteración de la producción agrícola motivada por la crisis alimentaria en la UE. Los servicios de mercado, por su parte, mantuvieron un tono de moderada recuperación, mientras que el valor añadido de la construcción volvió a retroceder, aunque a un ritmo inferior al de los meses precedentes. En estas circunstancias, el empleo disminuyó en términos de su tasa interanual (-0,9 %, según la EPA), si bien se estabilizó en términos intertrimestrales, debido al comportamiento más favorable de la ocupación en el sector servicios, y la tasa de paro registró un pequeño descenso (hasta el 20,9 % de la población activa). La inflación inició una senda descendente a lo largo del segundo trimestre, confirmando el carácter transitorio de algunas de las subidas de precios de los meses centrales de 2010. El IPSEBENE se desaceleró en junio, tras haber repuntado en abril y mayo, hasta situarse en el 1,7 %, trayectoria que se prolongará con gran probabilidad en los próximos meses, una vez que se absorba el impacto que tuvo en los precios el aumento del IVA en julio del año pasado. En este sentido, el indicador adelantado del IPC mostró una reducción adicional en julio, hasta el 3 %.

En el panorama económico internacional, la evolución económica y financiera en los últimos meses estuvo dominada por el agravamiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y por una cierta pérdida de vigor en el ritmo de recuperación económica de algunas de las principales economías desarrolladas, lo que supuso un elemento de incertidumbre adicional, que contribuyó a aumentar las dudas sobre el carácter transitorio de la desaceleración. Esta evolución contrasta con el mantenimiento del dinamismo en las economías emergentes. Los precios del petróleo y del resto de materias primas flexionaron a la baja respecto a los niveles máximos alcanzados en abril, aunque permanecieron en cotas elevadas, y la inflación continuó evolucionando de forma diferenciada por áreas geográficas, observándose mayores presiones inflacionistas en los



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



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

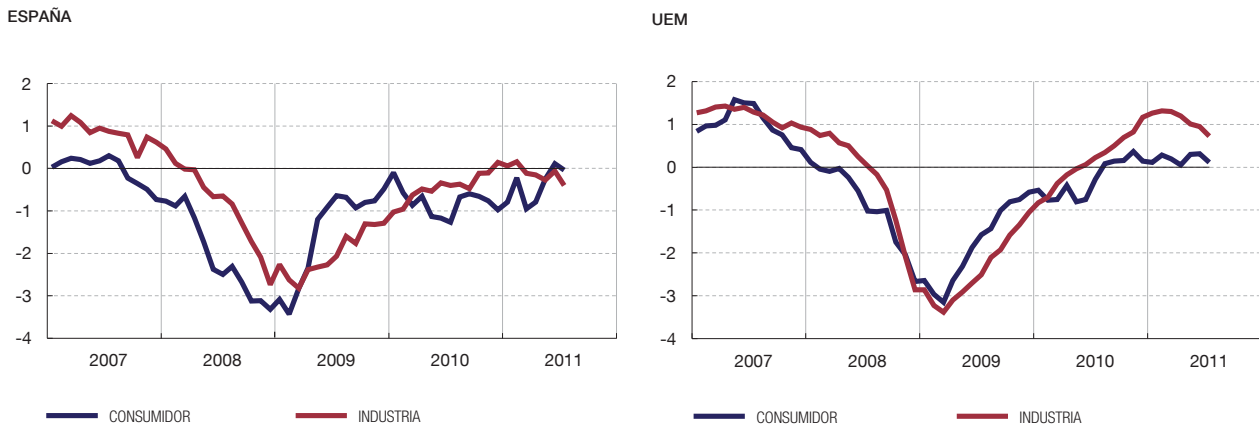
a Series ajustadas de estacionalidad.

países emergentes, que se encuentran más adelantados en el ciclo económico. Finalmente, los riesgos en el terreno fiscal se extendieron más allá de la zona del euro, destacando las tensas negociaciones en Estados Unidos sobre el aumento del techo de deuda.

En Europa, la incertidumbre suscitada en torno a la posibilidad de alguna forma de reestructuración de la deuda griega y la demora en la aprobación del segundo paquete de ayuda financiera a ese país determinaron que las turbulencias en los mercados financieros (que en el tramo inicial del trimestre afectaron a los países sujetos a programa) se extendieran a partir de julio a los mercados de deuda pública de otros países de la zona del euro, y con particular intensidad a Italia y España. Además, las tensiones se propagaron a otros mercados financieros, como el mercado bursátil, los mercados cambiarios (donde el tipo de cambio del euro registró oscilaciones significativas) y el mercado interbancario. Esta fuerte inestabilidad enturbió la publicación el 15 de julio de los resultados positivos de las pruebas de resistencia de la banca europea por parte de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, según sus siglas en inglés).

Ante la gravedad de la situación, el 21 de julio se convocó una reunión extraordinaria de los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro en la que se acordó poner en marcha un nuevo programa para el Estado heleno, así como un conjunto más amplio de medidas para mejorar la sostenibilidad de la deuda pública de ese país, detener el riesgo de contagio a otras economías y reforzar los mecanismos disponibles para la gestión de la crisis en Europa (véase recuadro 2). Los resultados de la cumbre se tradujeron en una cierta relajación inicial de las tensiones, que, sin embargo, se revirtió en los días posteriores, aunque aún es pronto para valorar el alcance final de la reacción de los inversores.

Tras un primer trimestre en el que el PIB del área del euro creció por encima de lo esperado, la información coyuntural disponible apunta a una cierta ralentización de la actividad en el segundo —en línea con lo esperado—, como consecuencia de la reversión de algunos de los factores temporales que estimularon el crecimiento del producto en los meses iniciales del ejercicio. Tras esta pausa, las estimaciones disponibles apuntan hacia una continuación de la recuperación de la actividad en lo que resta de ejercicio, aunque con un comportamiento divergente entre países. En el ámbito de los precios, la inflación permaneció en cotas elevadas, del 2,7 % en junio (2,5 % en julio, según el indicador adelantado del IAPC),



FUENTE: Comisión Europea.

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

debido al todavía elevado incremento de los precios de la energía y de las materias primas. Los riesgos en el medio plazo siguen siendo al alza y están relacionados con posibles incrementos, más elevados de lo esperado, en los precios de la energía y los impuestos indirectos. Así lo consideró el BCE en su reunión de julio, en la que decidió aumentar los tipos oficiales en 25 puntos básicos (pb), hasta situarlos en el 1,5 % para las operaciones principales de financiación. En agosto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener constantes los tipos oficiales y reafirmó su compromiso con la estabilidad financiera prolongando por el tiempo que fuera necesario y al menos hasta enero de 2012 el procedimiento de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las diversas operaciones de provisión de liquidez, que incluirán una nueva operación a seis meses garantizando así que esta es suministrada en un volumen adecuado a todas las entidades. Estas decisiones se sumaron a la ya adoptada previamente de suspender el umbral mínimo de calificación crediticia en el caso de los instrumentos negociables de renta fija emitidos o garantizados por el Gobierno portugués, tras la rebaja de Moody's de la calificación de su deuda soberana. Finalmente el Consejo recordó la vigencia de su Programa para el Mercado de Valores.

El agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro afectó con singular intensidad a los mercados financieros españoles, en los que se produjo un repunte de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por las AAPP como por el sector privado, y caídas en los índices bursátiles. Estas tendencias se acentuaron a lo largo de julio, mes en el que el diferencial entre la rentabilidad de la deuda pública a diez años y la de la referencia alemana al mismo plazo llegó a situarse en torno a 370 pb. A la fecha de cierre de este informe, la prima de riesgo de los bonos españoles se colocaba próxima a los 400 pb. En los mercados de valores, las cotizaciones bursátiles experimentaron vaivenes igualmente notables, que han situado el IBEX 35 un 8,3 % por debajo de su valor a comienzos de año.

En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda siguió reduciéndose, a un ritmo interanual del 5,2 % en el período de abril-junio, de forma más acusada que en el trimestre anterior, con lo que acumula una caída próxima al 17 % desde finales de 2007, que representa un 22 % en términos reales.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



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

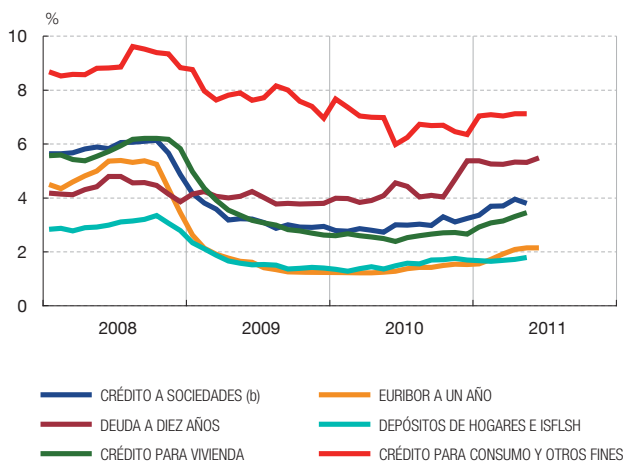
- a Tasas de variación interanual.
- b Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

En estas circunstancias, las condiciones de acceso a la financiación del sector privado residente experimentaron un endurecimiento adicional, pues las tensiones en los mercados financieros se tradujeron en un aumento en los costes de financiación de las entidades bancarias, que se trasladó, al menos parcialmente, a los tipos de interés de los préstamos concedidos a empresas y hogares, prolongando la trayectoria ascendente que se había iniciado a principios de 2011. En cambio, los criterios de concesión de créditos, distintos de los tipos de interés, no experimentaron cambios significativos tras el ligero endurecimiento de los primeros meses de 2011.

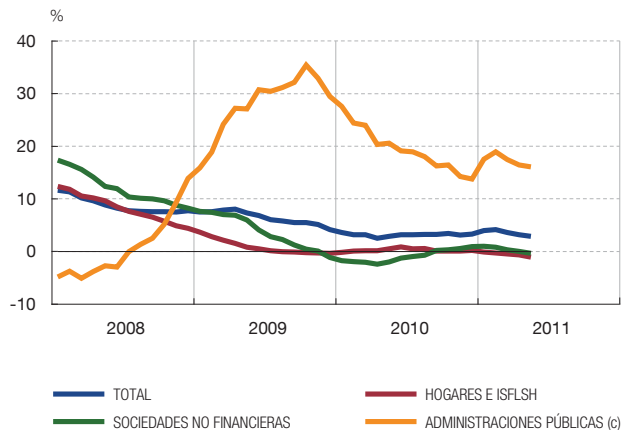
El entorno de inestabilidad descrito, la escasa mejoría en la situación económica de los hogares y el tensionamiento en las condiciones para el acceso a la financiación no ayudaron a impulsar el gasto de las familias, que dio muestras de una débil recuperación en el conjunto del trimestre. Se estima que el consumo de los hogares repuntó solo levemente en el período de abril-junio, en un contexto en que el valor del patrimonio de las familias volvió a descender, al igual que lo hizo su renta disponible, si bien la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, relativas al primer trimestre, indica una pequeña ralentización en el ritmo de descenso de esta variable en términos nominales (por primera vez desde el inicio de la crisis). La tasa de ahorro siguió ejerciendo un papel estabilizador del gasto y disminuyó de nuevo en el primer trimestre, hasta situarse en el 12,2% de la renta disponible en términos acumulados de cuatro trimestres, nivel cercano a los valores previos a la crisis.

Por su parte, la inversión residencial se contrajo en el segundo trimestre, en línea con la senda prevista, que comporta, para lo que resta de año, caídas de este componente de la demanda interna de magnitud decreciente. Por el lado de la demanda de activos residenciales, las compraventas registradas acusaron un significativo descenso en los meses de abril y mayo en comparación con igual período del año anterior. Este retroceso interanual puede estar relacionado con los cambios en el tratamiento de la adquisición de vivienda en el IRPF a partir del 1 de enero de este año, que incentivaron el adelanto de las compras programadas a 2010 y alteraron el perfil de evolución de esta variable. No obstante, las dudas que han surgido en torno a posibles modificaciones en el tratamiento fiscal de la vivienda en propiedad y las perspectivas de aumento del esfuerzo financiero que comporta el endurecimiento de las condiciones de financiación podrían prolongar esta trayectoria descendente.

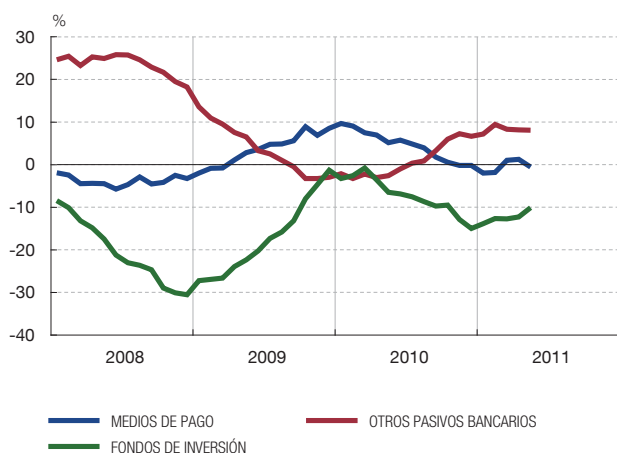
TIPOS DE INTERÉS (a)



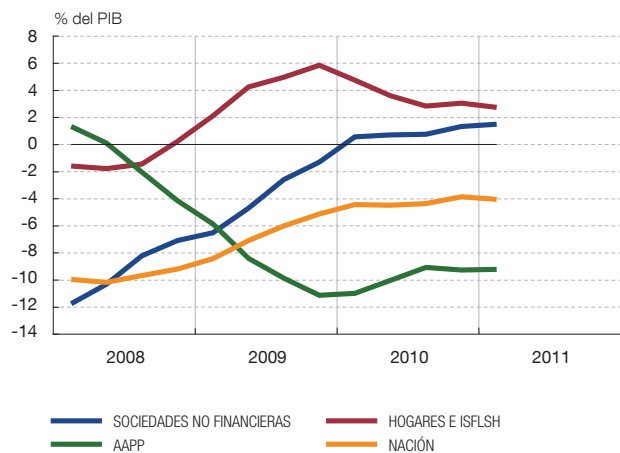
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



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, pudiéndose 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. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
- b Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- c Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d Datos acumulados de cuatro trimestres.

En conjunto, el ajuste del consumo y de la inversión de los hogares está permitiendo que la capacidad de financiación del sector se mantenga en niveles relativamente elevados, del 3,4% del PIB en el primer trimestre, en términos acumulados de cuatro trimestres. También se observa una contracción de la deuda de las familias, cuyo nivel se redujo un 1,1% en términos interanuales, como resultado de un descenso superior al de meses anteriores de los fondos para consumo y otros fines y del leve descenso de los destinados a la adquisición de vivienda.

La inversión empresarial acusó el clima de incertidumbre y de inestabilidad financiera que prevaleció en el período analizado y mantuvo un tono de debilidad que se pudo ver inten-

sificado por el menor empuje que se detectó en el comercio mundial. Por productos, el componente más contractivo de la inversión fue el de otras construcciones, que se ha visto afectado por el ajuste en los proyectos de obra civil que conllevan los planes de austeridad presupuestaria en marcha. Las empresas también incrementaron su capacidad de financiación en los meses iniciales del ejercicio —hasta alcanzar un importe equivalente al 0,9 % del PIB, en tasa acumulada de cuatro trimestres—, lo que podría obedecer a los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y fortalecer su capacidad de autofinanciación, y su endeudamiento pasó a experimentar variaciones moderadamente negativas (del -0,3 %, en términos de la tasa interanual en mayo). Con la información disponible hasta marzo, el descenso de la financiación por ramas productivas fue relativamente generalizado —solo el componente de servicios no financieros y no inmobiliarios registró un pequeño avance—, aunque más intenso en el sector de la construcción, como viene siendo habitual.

La actuación de las AAPP siguió marcada por el desarrollo de los planes de consolidación fiscal. Por el lado del gasto público, en lo que va de año se han producido descensos significativos en la remuneración de los empleados públicos y la inversión, así como una desaceleración en el gasto en prestaciones sociales. Se observó, en cambio, una cierta desviación al alza en los gastos de consumo final no salariales y un aumento en los pagos por intereses. Por el lado de los ingresos, el IVA y el IRPF evolucionaron conforme a lo que cabía esperar dadas las medidas adoptadas en 2010, mientras que el resto de figuras impositivas mostró una mayor debilidad. En conjunto, la consolidación fiscal progresa hacia los objetivos establecidos, aunque a ritmos distintos según los distintos agentes. Mientras que la ejecución del Estado y la de la Seguridad Social evolucionaron hasta junio, en líneas generales, según lo presupuestado, la de las CCAA mostró un déficit más alto del previsto en el primer trimestre (del 0,5 % del PIB), lo que exige un ajuste más intenso en lo que resta del ejercicio para alcanzar el objetivo de reducción del déficit programado en 2011 (de 1,5 pp del PIB hasta un déficit del 1,3 % del PIB). En este contexto, el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) validó en su reunión del 27 de julio los planes de reequilibrio de cuatro de las seis CCAA en las que dicha aprobación seguía pendiente, situación en la que permanecerán las dos restantes hasta que se produzca la próxima reunión del CPFF. Una aplicación rigurosa de la condicionalidad de las autorizaciones al endeudamiento al cumplimiento estricto de dichos planes constituye un instrumento fundamental para evitar que se produzcan desviaciones presupuestarias al final del ejercicio.

En el mes de julio se aprobaron sendas medidas para reforzar el marco presupuestario de las AAPP y para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, en línea con los objetivos planteados en el Pacto por el Euro Plus. En este sentido, el Congreso convalidó el 14 de julio el decreto ley que fija una regla de crecimiento del gasto público, según la cual el ritmo de aumento de esta variable no podrá superar anualmente la tasa de crecimiento nominal de medio plazo de la economía, y será de aplicación directa a la Administración General del Estado y a las entidades locales que participan en la cesión de impuestos estatales. Una regla de estas características, que se plantea como un complemento a la Ley de Estabilidad Presupuestaria, puede ser un instrumento muy útil para reforzar la disciplina fiscal, aunque su plena efectividad requiere su aplicación también a los presupuestos de las CCAA (a propuesta del Gobierno, el CPFF aprobó, en la citada reunión, la adopción de reglas de similares características por las CCAA). Por otra parte, el 21 de julio quedó definitivamente aprobada la Ley de Reforma de la Seguridad Social, que confirma los elementos fundamentales del anteproyecto de ley: la elevación de la edad de jubilación, la ampliación del número de años que se tienen en cuenta para el cálculo de la pensión, y la inclusión de un factor de sostenibilidad que permitirá ir adaptando los pará-

metros del sistema a los desarrollos demográficos futuros. En conjunto, la reforma constituye un paso de gran alcance para asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones (véase, para un valoración más detallada de la reforma, el recuadro 2.3 del *Informe Anual, 2010*, del Banco de España).

En cuanto a los intercambios comerciales con el exterior, tanto el ritmo de avance de las exportaciones como, en mayor medida, el de las importaciones se desaceleraron en el segundo trimestre del año. No obstante, el comportamiento de las ventas al exterior siguió siendo muy dinámico, lo que permitió un leve aumento en la cuota de las exportaciones españolas en términos reales en la primera mitad de año. Por su parte, las exportaciones de turismo intensificaron su senda de fuerte recuperación en el período de abril-junio, como consecuencia de la favorable situación económica de nuestros principales mercados emisores de turistas y de los efectos de la inestabilidad geopolítica en el Norte de África y Oriente Próximo. Esta evolución estuvo acompañada en la vertiente importadora por una nueva pérdida de vigor de las compras de bienes al resto del mundo, que apenas aumentaron, y por un descenso de las importaciones de servicios, ligados ambos desarrollos a la atonía de la demanda interna.

La corrección de las necesidades de financiación de la nación se ralentizó en los primeros meses del año. Según las cuentas no financieras de los sectores institucionales, las necesidades de financiación de la nación se situaron en el primer trimestre en el 4 % del PIB en acumulado de cuatro trimestres (3,9 % en 2010). La información más actualizada de la balanza de pagos indica que, detrás de este comportamiento, se encuentra el deterioro del saldo comercial de bienes energéticos, que refleja el impacto de los elevados precios del petróleo sobre la factura energética, y el aumento en el déficit de rentas, factores ambos para los que las perspectivas no son favorables para lo que resta de año.

Por el lado de la oferta, el rasgo más destacado fue la interrupción de la trayectoria de recuperación de la producción industrial que se había iniciado a finales de 2010 y principios de este año. Dado que ello se ha debido, al menos en parte, a los factores de naturaleza transitoria ya comentados, los ajustes realizados en el sector y las ganancias de productividad generadas deberían permitir la restauración de la senda de recuperación de la producción industrial en los próximos trimestres, máxime si retornara el tono exportador de la parte inicial del año. Por su parte, las ramas de servicios de mercado mostraron de nuevo crecimientos moderados; evolución que se encuentra condicionada por la atonía del consumo. Por último, el valor añadido de la construcción volvió a descender, lastrado por el retroceso en el segmento de construcción no residencial. Según los datos de la EPA correspondientes al segundo trimestre, la ocupación mostró una recuperación en los servicios, tanto de mercado como de no mercado, mientras que el ritmo de destrucción del empleo se atenuó en el resto de ramas, a excepción de la construcción, que intensificó su ritmo de caída. Esta evolución del empleo estuvo acompañada de un incremento de la ratio de temporalidad (hasta el 25,5 %).

Pese a la debilidad del mercado de trabajo, los costes laborales en la economía de mercado repuntaron en el primer trimestre, en buena medida por el estrecho vínculo que todavía existe entre negociación colectiva e inflación. Para el período de abril-junio se estima un crecimiento de la remuneración por asalariado para este agregado en el entorno del 2%, que sería compatible con la pequeña moderación que se empieza a observar en las tarifas medias negociadas en los convenios colectivos (2,7 % en junio, frente a 3,1 % acumulado hasta marzo). Cabe prever que esta desaceleración continúe, en lo que resta de año, a medida que vaya avanzando la negociación colectiva y, con ella, el número

de convenios de nueva firma, cuyas tarifas están menos referenciadas a la inflación pasada, que fue singularmente elevada en diciembre de 2010. A ello habría que sumar el efecto potencial que sobre los incrementos salariales podría generar una utilización intensiva por parte de empresarios y trabajadores de las posibilidades de negociación colectiva que ofrece el Real Decreto Ley 7/2011, aprobado el pasado 10 de junio, de medidas urgentes para la reforma de la negociación colectiva. Dicha reforma incentiva la firma de convenios de empresa, cuya evolución está más ligada a la situación cíclica de la empresa, y facilita las opciones de descuelgue salarial (véase recuadro 4). Para el conjunto de la economía, se estima que la remuneración por asalariado ralentizó algo más su ritmo de crecimiento, influida por el recorte de los salarios públicos, y, como resultado, los costes laborales unitarios siguieron descendiendo.

En resumen, la evolución económica de los últimos meses dibuja una situación cíclica de recuperación débil, apoyada en el dinamismo de la demanda exterior neta. Este patrón de salida de la crisis refleja la corrección de los desequilibrios macroeconómicos acumulados, cuya culminación resulta imprescindible para restaurar una pauta de crecimiento sostenido, aun cuando limite la capacidad de crecimiento a corto plazo. Con todo, el aumento de la incertidumbre en los últimos meses ha acentuado los riesgos a la baja sobre el crecimiento. Las posibles repercusiones de las tensiones en los mercados de deuda soberana sobre la economía real son la fuente principal de riesgos. La superación de este clima adverso depende de que, a nivel europeo, se pongan en marcha con decisión y claridad los compromisos acordados en la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno del pasado 21 de julio, aunque la contención de los procesos de contagio exige también respuestas enérgicas de las políticas económicas nacionales. En España, a lo largo del último año se han adoptado importantes reformas en el ámbito fiscal y de pensiones, en el mercado de trabajo y en el sistema financiero. Una pronta y ambiciosa culminación de las mismas contribuiría a reducir la incertidumbre y a restablecer una situación de crecimiento más sólida.

## 2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

A lo largo del segundo trimestre, la intensificación de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro acabó afectando severamente a los mercados financieros globales, a diferencia de lo ocurrido en el trimestre anterior. Además, la pérdida de vigor de la recuperación económica de algunas de las principales economías desarrolladas, en particular de Estados Unidos, supuso un elemento de incertidumbre adicional, que contribuyó a aumentar gradualmente las dudas sobre el carácter transitorio de la desaceleración. Por su parte, aunque las presiones inflacionistas se han moderado en las economías avanzadas, en las emergentes continúan siendo intensas, en un contexto en el que los precios de las materias primas se mantienen en niveles elevados, lo que anticipa un endurecimiento progresivo de las condiciones monetarias en algunas de estas economías en los próximos meses. Esta situación contrasta con el nuevo retraso en el inicio del ciclo de subidas de tipos de interés en algunas economías desarrolladas y con la reemergencia del debate sobre la conveniencia de nuevas medidas de política monetaria no convencionales en Estados Unidos e, incluso, en el Reino Unido, sin que, no obstante, se hayan dado pasos en esa dirección. Finalmente, en este trimestre se han intensificado los riesgos en el terreno fiscal, que se han extendido más allá de la zona del euro, destacándose las tensas negociaciones en Estados Unidos sobre el aumento del techo de deuda, que en los últimos meses se ha vinculado al logro de un consenso político en torno a la estrategia de consolidación fiscal (véase recuadro 1).

La evolución de los mercados financieros internacionales fue negativa, caracterizándose por una mayor aversión al riesgo y por movimientos de huida hacia la calidad por parte de los inversores, aunque el acuerdo del Eurogrupo en su reunión del 21 de julio favoreció una corrección transitoria de las tendencias del trimestre. Así, se produjeron pérdidas sustanciales en la mayoría de las bolsas, tanto desarrolladas como emergentes. En los mercados cambiarios, algunas monedas como el dólar o el franco suizo actuaron como activo refugio y experimentaron apreciaciones notorias. De este modo, los desarrollos negativos en Europa coincidieron con una apreciación del dólar frente al euro cercana al 3 %, alcanzando los 1,44 dólares por euro. La rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a diez años descendió hasta el entorno del 3 % en el trimestre, pese a la acentuación de los problemas fiscales en Estados Unidos, debido a las peores perspectivas económicas, como resultado de movimientos de huida hacia la calidad. En los mercados emergentes, se mantuvo el dinamismo de las entradas de capitales materializadas en deuda, y se apreció un elevado nivel de emisiones de renta fija, cercano a máximos históricos, pese a lo cual el diferencial soberano para el conjunto de las economías emergentes se amplió ligeramente. Las divisas emergentes registraron movimientos mixtos frente al dólar, aunque destaca la depreciación de la lira turca (superior al 10 %). Por su parte, los precios de las materias primas se han reducido moderadamente, tras las fuertes subidas del trimestre anterior, por las menores expectativas de crecimiento de la demanda mundial, aunque han mostrado una elevada volatilidad y permanecen en niveles altos. En el caso del petróleo tipo Brent, su precio se ha movido en un rango entre 105 y 120 dólares. La decisión de la OPEP de no aumentar sus cuotas de producción y el anuncio de la Agencia Internacional de la Energía de liberar una parte de sus reservas estratégicas dieron lugar a importantes variaciones en su precio.

En Estados Unidos, la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PIB se situó en el 1,3 % (0,3 % it, 1,6 % ia) en el segundo trimestre, lo que supone una aceleración respecto

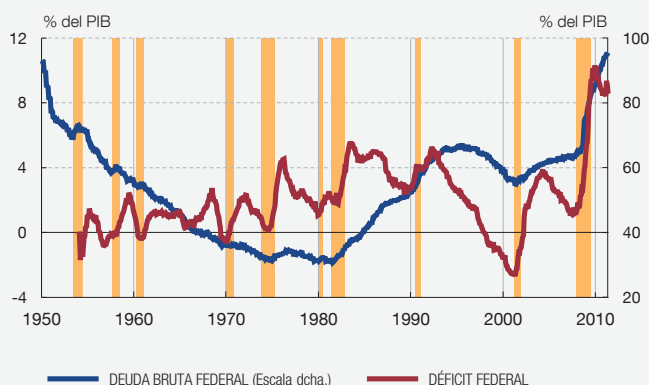


Desde que se iniciaran las turbulencias financieras en agosto de 2007 y, sobre todo, a partir de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la posición fiscal de la economía estadounidense se ha deteriorado profundamente, en buena medida como resultado del funcionamiento de los estabilizadores automáticos y de las medidas discrecionales adoptadas para atenuar el impacto de la crisis. En concreto, el déficit federal ha pasado de representar, en datos acumulados de doce meses, el 1,5 % del PIB en agosto de 2007 a suponer el 8,4 % en junio de 2011, tras superar el 10 % a finales de 2009. Esta evolución se ha debido tanto al descenso de los

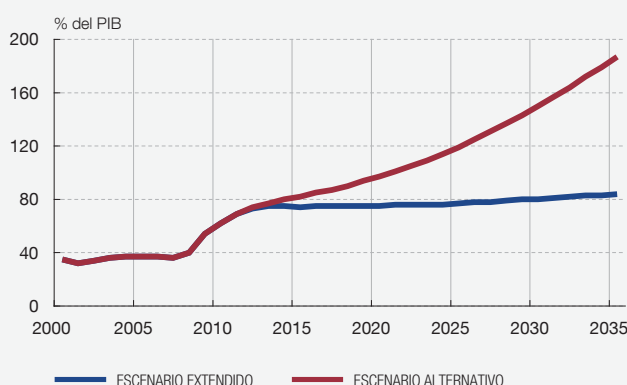
ingresos (del 18,1 % al 14,3 %) como al incremento del gasto (del 19,7 % al 21,6 %), y ha dado lugar, también entre agosto de 2007 y junio de 2011, a sendos aumentos de la deuda neta<sup>1</sup> —desde el

1. En este artículo, como es habitual en las estadísticas sobre finanzas públicas en Estados Unidos, se considera deuda neta la deuda en manos del público, que corresponde a los títulos del Tesoro negociados en el mercado y cuyos principales tenedores son sector exterior, sector privado financiero y no financiero, Reserva Federal, y Gobiernos estatales y locales que adquieran en el mercado estos títulos de deuda.

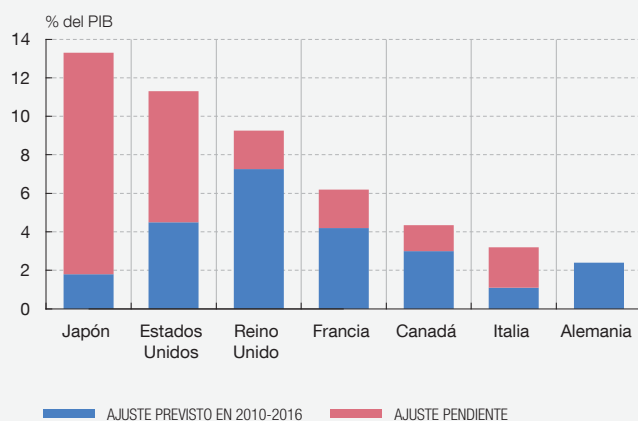
1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL DÉFICIT Y LA DEUDA BRUTA FEDERAL (a)



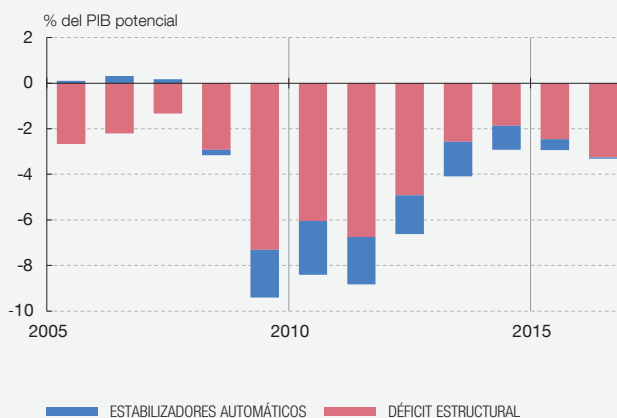
2 PREVISIONES DE DEUDA NETA FEDERAL



3 ESTIMACIÓN DEL AJUSTE FISCAL NECESARIO (FMI) (b)



4 DÉFICIT FEDERAL. DESGLOSE POR COMPONENTES



FUENTES: Congressional Budget Office, US Department of the Treasury, Bureau of Economic Analysis y Fondo Monetario Internacional.

a Las barras en amarillo denotan períodos de recesión.

b Estimación del ajuste fiscal necesario para que la ratio de deuda se reduzca hasta el 60 % del PIB en 2030 o se estabilice (si es inferior al 60 % del PIB).

36 % del PIB hasta el 64,9 % — y de la bruta —del 63,6 % del PIB al 95,5 %— (véase gráfico 1).

Al deterioro de la situación fiscal en Estados Unidos a raíz de la crisis, que ha sido de los mayores entre las economías desarrolladas, hay que añadir, como en el resto de los países avanzados, los elevados compromisos fiscales asociados al envejecimiento de la población, que se manifestarán en gastos crecientes en sanidad y pensiones. Como resultado de estos desarrollos, la cuestión de la sostenibilidad de las finanzas públicas ha adquirido una notable relevancia en los debates de política económica.

En su último informe de perspectivas, la Oficina Presupuestaria del Congreso (*Congressional Budget Office* —CBO— es una agencia independiente cuyo mandato es proveer al Congreso de análisis objetivos para la toma de decisiones de carácter económico y presupuestario) plantea dos escenarios alternativos para la evolución de las finanzas públicas a largo plazo<sup>2</sup>. En el primero, en el que se asume que las exenciones fiscales expirarán como está establecido y que las limitaciones del gasto previstas —especialmente en materia de sanidad— acabarán materializándose, el déficit disminuiría hasta el 4,2 % del PIB en 2035 como resultado de los mayores ingresos, que se situarían por encima de la media histórica (23 % en 2035, frente al promedio de 18 % en las últimas cuatro décadas), y de los menores gastos —excluidos Seguridad Social, sanidad y pagos por intereses—, de modo que la deuda neta se situaría en el 84 % del PIB. Sin embargo, bajo el escenario alternativo, en el que las exenciones fiscales se mantienen y el recorte del gasto sanitario no llega a producirse, las perspectivas son preocupantes: los ingresos se mantendrían en niveles históricamente reducidos (en el entorno del 18 % del PIB), mientras que los gastos alcanzarían registros muy elevados (próximos al 34 % del PIB) (véase gráfico 2), propiciando un incremento de la deuda neta hasta el 187 % del PIB.

En este contexto, diversas estimaciones apuntan a que el ajuste fiscal necesario para estabilizar el nivel de deuda a largo plazo en Estados Unidos es muy elevado y está por encima del previsto en la mayoría de las economías desarrolladas. Así, un análisis reciente del Fondo Monetario Interna-

cional<sup>3</sup> muestra que el ajuste fiscal necesario para estabilizar la deuda en el 60 % del PIB sería de 11 pp, mientras que el ajuste previsto en junio de 2011, antes del reciente acuerdo fiscal, para el horizonte 2010-2016 apenas superaría los 4 pp (véase gráfico 3). De hecho, a pesar de que en junio de 2010 los países miembros del G 20 acordaron reducir a la mitad sus déficits fiscales en 2013, lo que exigiría una reducción de alrededor de 5 pp en Estados Unidos, y a diferencia de la estrategia adoptada en otros países avanzados —principalmente en el Reino Unido y en diversos países de la UEM—, en los que se han aprobado ambiciosos planes de consolidación fiscal, en Estados Unidos se optó por retrasar el necesario ajuste fiscal, prolongando el papel de los estímulos públicos como soporte del crecimiento. En esta línea, en diciembre de 2010 se aprobó un nuevo programa de estímulo fiscal, cuando la mayoría de las economías habían iniciado ya el ciclo fiscal contractivo. En el momento actual, el diseño de la estrategia de consolidación fiscal acaba de pactarse, tras un complejo y prolongado debate entre los dos partidos principales, fuertemente enfrentados en esta cuestión.

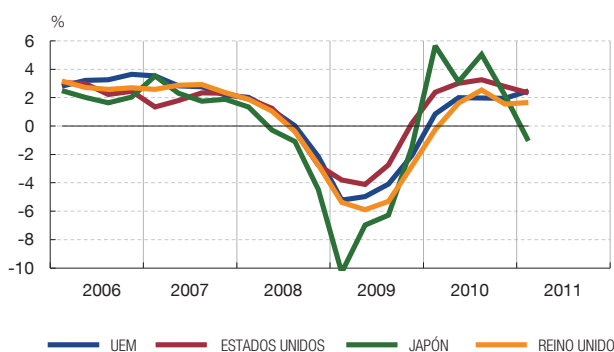
En efecto, el debate político se intensificó e inició una deriva arriesgada cuando en, febrero, el Partido Republicano vinculó la aprobación de un incremento del límite de la deuda con el que el Gobierno puede operar a la aprobación de un programa de consolidación fiscal basado en los recortes de gasto, lo que difiere radicalmente de la propuesta demócrata, que pretende preservar las partidas de beneficios sociales aumentando determinadas figuras impositivas. La negociación así planteada se ha focalizado sobre una variable —el límite de la deuda— que debería quedar fuera del debate y que entraña elevados riesgos. El acuerdo alcanzado el 31 de julio permite un incremento de la deuda en, al menos, 2,1 billones de dólares (aunque se estima que el incremento alcanzaría los 2,5 billones), monto suficiente para financiar la gestión del Gobierno hasta 2013, es decir, hasta después de las próximas elecciones. A cambio, se ha acordado un recorte del gasto de casi 1 billón de dólares en diez años, al que acompañaría otro recorte del déficit de entre 1,2 billones y 1,5 billones, que pactará una comisión bipartidista antes de fin de 2011, y sobre el que se han establecido mecanismos de presión para garantizar dicho acuerdo. En todo caso, aún persisten dudas sobre las implicaciones de este acuerdo en la sostenibilidad de la deuda pública.

2. Véase CBO's 2011 Long-Term Budget Outlook, Congressional Budget Office, junio de 2011.

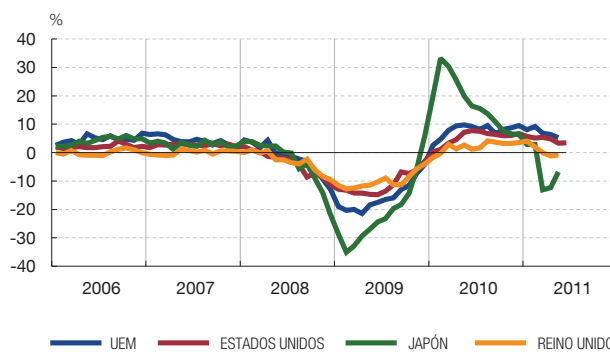
3. Véase *Fiscal Monitor Shifting Gears: Tackling Challenges on the Road to Fiscal Adjustment*, Fondo Monetario Internacional, abril de 2011. En la misma línea, A. Auerbach (2011) señala que el incremento necesario del saldo primario estructural, sobre el actualmente previsto, para que la deuda vuelva a una ratio del 45 % en 2060 se situaría en unos 8 pp del PIB. Véase «Long Term Fiscal Sustainability in Major Economies», artículo preparado para la Décima Conferencia Anual del Banco Internacional de Pagos: *Fiscal Policy and Its Implications for Monetary and Financial Stability*, en Lucerna, junio de 2011.

al 0,4 del primer trimestre, que se revisó notablemente a la baja. La debilidad persistente del crecimiento se debió a la atonía del consumo privado. Los indicadores más recientes, tanto de oferta como de demanda, reflejan una prolongación de este escaso dinamismo. En junio, la producción industrial aumentó ligeramente y la confianza empresarial mantuvo la señal de crecimiento moderado, al tiempo que las ventas al por menor y la confianza de los consumidores mostraban síntomas de debilitamiento. Asimismo, el mercado inmobiliario residencial continúa muy deprimido y los precios de la vivienda han vuelto a descender. Por otra parte, en mayo y junio, tras un período de elevado dinamismo, el ritmo de creación de empleo se ralentizó y la tasa de paro aumentó de nuevo, hasta alcanzar el

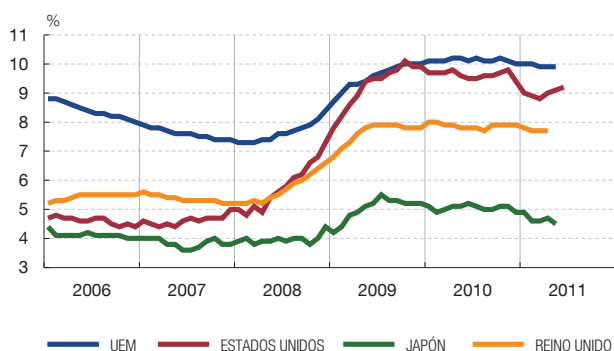
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



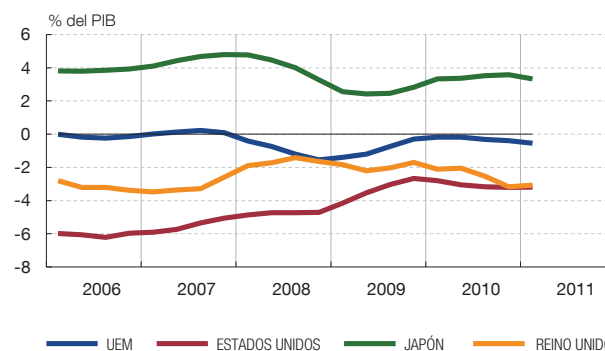
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



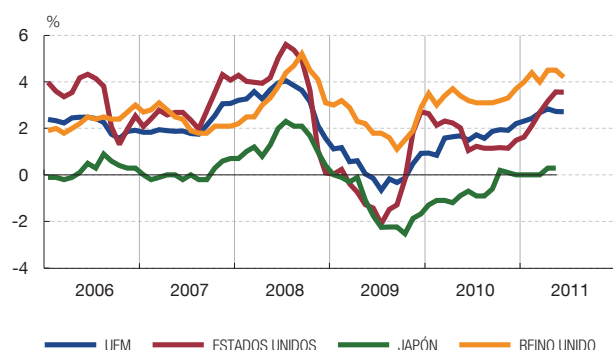
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

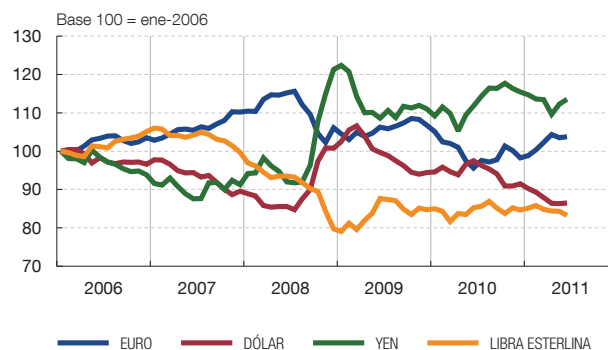
9,2 % de la población activa al cierre del segundo trimestre. La inflación se mantuvo sin cambios en junio, en el 3,6 % interanual, y la subyacente aumentó en una décima, hasta el 1,6 % interanual. En este contexto, la Reserva Federal ha mantenido el tono expansivo de su política, dejando el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,25 %, y ha concluido el programa de compras de activos.

En Japón, el PIB del primer trimestre cayó un 0,9 % trimestral (-1 % interanual), por la contracción de la demanda privada y el repunte de las importaciones, tras el terremoto de marzo. No obstante, los indicadores más recientes apuntan a una rápida recuperación y normalización de la actividad desde mediados del segundo trimestre, gracias a la progresiva normalización de la oferta. Así, la producción industrial se expandió un 5,7 % en mayo, y otros indicadores cualitativos avanzan un mayor crecimiento en los próximos meses. Por el lado de la demanda, la recuperación está siendo más tenue, por la debilidad del sentimiento de los consumidores, si bien ciertos factores temporales están apoyando el consumo. En cuanto al sector exterior, la balanza comercial registró un saldo deficitario en mayo, debido al dinamismo de las importaciones. Por otra parte, la inflación repuntó en mayo hasta el 0,3 %, aunque persisten las presiones deflacionistas —si bien cada vez más reducidas—. En este entorno, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 %, y amplió en 0,5 billones de yenes (0,1 % del PIB) la facilidad temporal para estimular la concesión de crédito bancario. Finalmente, el Gobierno aprobó un segundo presupuesto suplementario por valor de 2 billones de yenes (0,4 % del PIB).

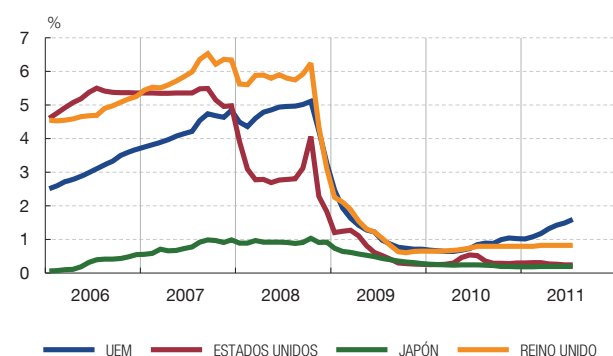
PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



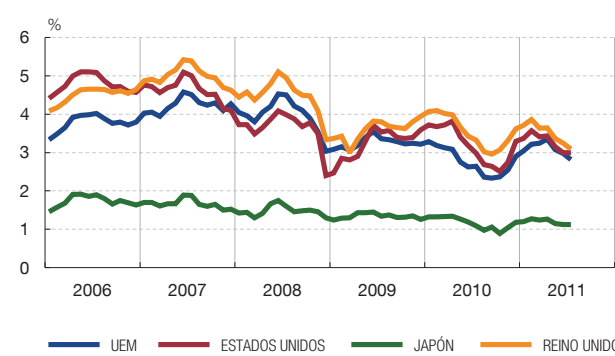
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



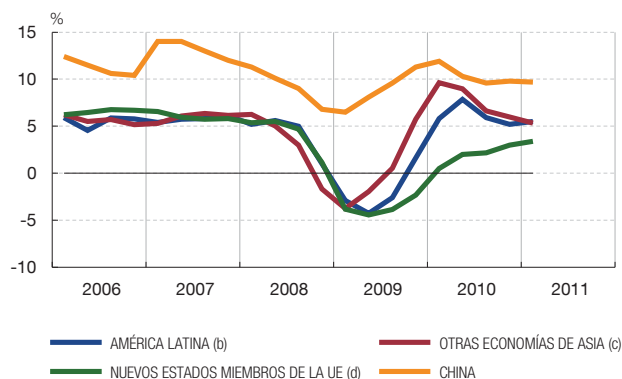
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

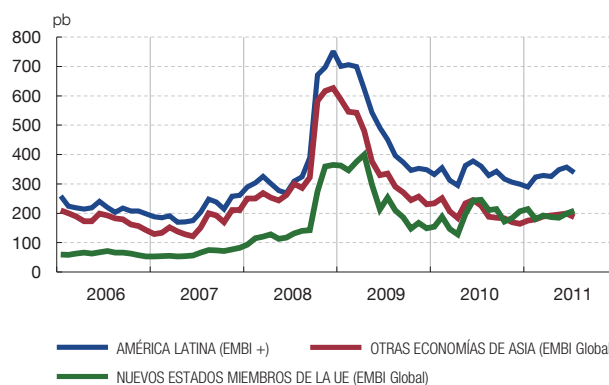
En el Reino Unido, la estimación preliminar del PIB del segundo trimestre muestra un crecimiento del 0,2% intertrimestral (0,7% interanual), frente a 0,5% registrado en el primer trimestre y confirma el mantenimiento de la actividad en el sector servicios y el retroceso de la producción de bienes, ya apuntados por los indicadores de oferta de mayor frecuencia, como la producción industrial y los índices de gestores de compras (PMI). Los indicadores de demanda, como las ventas al por menor y las intenciones de inversión empresarial, mostraban cierta atonía, en línea con la reducida confianza de los consumidores y empresarios y la pérdida de poder adquisitivo de las familias. En el mercado inmobiliario, el número de transacciones registradas se mantiene en mínimos, y los precios de la vivienda conservan un suave perfil descendente. En el mercado laboral, la creación de empleo ha perdido impulso, si bien la tasa de paro está estabilizada en el 7,7% y los salarios siguen contenidos. Tras una prolongada escalada, en junio, la inflación se redujo en tres décimas, hasta el 4,2%, y la tasa subyacente en cinco décimas, hasta el 2,8%, aunque subsisten notables presiones inflacionistas. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% en julio, y los mercados parecen descartar un endurecimiento de su política antes de final de año.

En el conjunto de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB creció en el primer trimestre, en promedio, un 3,5% interanual, superior al 3% del trimestre anterior, mostrando una mejoría generalizada, en la que destaca la

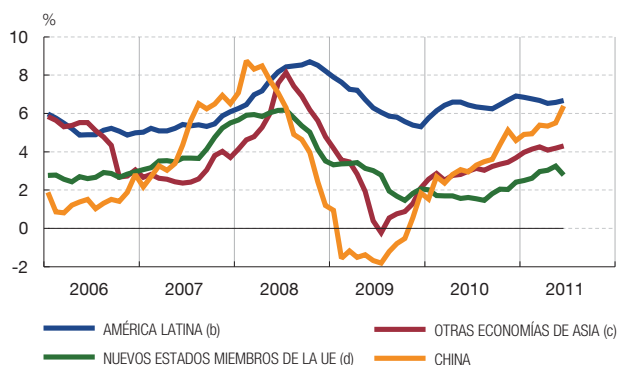
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



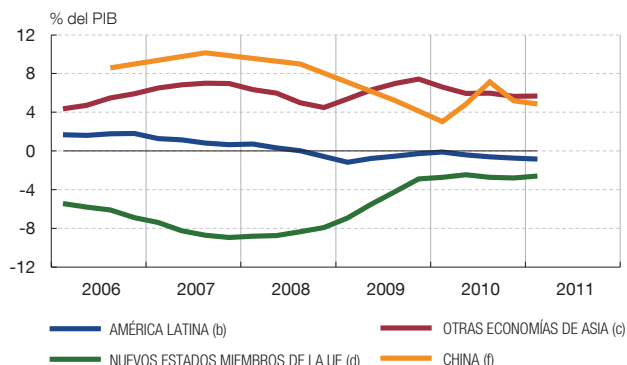
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- 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. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia.  
f Datos anuales hasta 2009.

salida de la recesión de Rumanía y la sólida recuperación de la economía polaca. El impulso de la actividad continuó ligado a la expansión de las exportaciones y de la producción industrial, gracias al vigor de la economía alemana —principal socio comercial de la región—, al tiempo que en Polonia el consumo privado sigue mostrando una notable fortaleza. Para el segundo trimestre, se espera una continuidad del crecimiento, en la medida en que se prevé que la demanda externa mantenga su vigor, si bien no cabe descartar una cierta ralentización si la demanda interna no adquiere un mayor pulso. A lo largo del trimestre, la inflación tuvo un comportamiento heterogéneo, marcando una tendencia alcista hasta mayo y, posteriormente, registrando descensos generalizados en junio, debido a los menores precios de los alimentos, que han contribuido a situar la tasa agregada en el 4,2 % interanual. No obstante, las mayores presiones inflacionistas en Polonia propiciaron nuevos aumentos del tipo oficial —en 50 pb, hasta el 4,5 %—, mientras que en el resto de los países se mantuvieron inalterados.

En China, el PIB registró un crecimiento del 2,2 % intertrimestral (9,5 % interanual) en el segundo trimestre. El ritmo de expansión se mantiene robusto, moderándose solo levemente, pese al tensionamiento de la política monetaria y la relativa debilidad de la demanda externa. La inflación mantuvo una senda alcista, alcanzando el 6,4 % interanual en junio (muy por encima del objetivo del 4 %). En este contexto, las autoridades volvieron a incrementar los tipos de interés de referencia en julio (en 25 pb), quedando el tipo de los préstamos a un año en el 6,56 %, y el de los depósitos al mismo plazo, en el 3,50 %. Además, han elevado la tasa de reserva obligatoria seis veces durante 2011, hasta el 21,5 % para los principales bancos y hasta el 19,5 % para los de menor tamaño. En el resto de Asia, el crecimiento mantuvo una notable fortaleza durante el primer trimestre de 2011, aunque, en tasas interanuales, el PIB de la región se desaceleró ligeramente (6,3 %, frente al 7 % del trimestre anterior). Los indicadores del segundo trimestre apuntan a una cierta moderación adicional de la actividad. Por su parte, persistieron las presiones inflacionistas, por el efecto de los precios de alimentos y energía, que favorecieron las elevaciones de tipos de interés oficiales y de los coeficientes de reservas en varias de las economías de la región.

En América Latina, el crecimiento del PIB se aceleró ligeramente en el primer trimestre de 2011, hasta el 1,4 % intertrimestral, frente al 1,2 % del trimestre anterior (desde el 5,2 % hasta el 5,5 %, en términos interanuales), en gran medida por la menor aportación negativa de la demanda externa —dado que la demanda interna redujo su contribución positiva—. Los indicadores de actividad apuntan a un mantenimiento del dinamismo en el segundo trimestre. Por su parte, la inflación del conjunto de la región fue del 6,6 % en junio, registro similar a los de los meses precedentes y al de la tasa subyacente. En este contexto, los bancos centrales de Brasil, Colombia, Chile y Perú llevaron a cabo nuevos aumentos en los tipos de interés oficiales —si bien en los dos últimos países no se alteraron en las últimas reuniones del trimestre—. En el ámbito de la política fiscal, a lo largo del trimestre se registró cierta mejora del saldo primario. Además, continuaron las entradas de flujos financieros hacia la región, lo que sostuvo la apreciación de los tipos de cambio. En Brasil, se endurecieron los gravámenes sobre las posiciones cortas no cubiertas en moneda extranjera. Por otra parte, las agencias de calificación elevaron el *rating* de la deuda soberana de Colombia, Brasil y Uruguay. Finalmente, Brasil y Colombia realizaron emisiones en dólares en el mercado externo, de 550 millones de dólares y 2.000 millones de dólares, respectivamente.

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

A lo largo del segundo trimestre y especialmente en julio, las tensiones financieras en el área del euro se agudizaron, y los diferenciales de la deuda pública de los países bajo programa de asistencia financiera alcanzaron niveles extraordinariamente elevados. Las turbulencias se extendieron a la deuda de otros países, como Italia y España, y a otros mercados financieros, como el bursátil, el cambiario y el interbancario. El desencadenante fue, en esta ocasión, la dificultad para diseñar un nuevo programa de ayuda para Grecia, necesario una vez que se evidenció que no podría volver a financiarse en el mercado de capitales a mediados de 2012, como estaba previsto. En particular, la falta de acuerdo sobre la conveniencia y, en su caso, la forma de incorporar la participación del sector privado en el programa se evidenció como un obstáculo de primera magnitud. El día 21 de julio, se reunieron, finalmente, los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro, y acordaron no solo poner en marcha un nuevo programa para el Estado heleno, sino un conjunto más amplio de medidas para mejorar la sostenibilidad de la deuda de ese país, para detener el riesgo de contagio a otras economías y para reforzar los mecanismos disponibles para la gestión de la crisis en Europa (véase recuadro 2). Si bien los resultados de la cumbre se tradujeron en una cierta relajación inicial, las tensiones resurgieron pronto y hacia finales de julio y primeros de agosto los diferenciales de la deuda italiana y la española volvieron a alcanzar máximos en el período de unión monetaria.

Este contexto de inestabilidad financiera, sin embargo, no parece haber afectado de manera significativa a la evolución macroeconómica de la UEM en el segundo trimestre, ya que la desaceleración del PIB que se anticipa para dicho período obedece en gran parte al aumento de los precios de las materias primas, a la ralentización del comercio internacional y al desvanecimiento de factores temporales que impulsaron el PIB al alza en el primer trimestre. Más a medio plazo, las estimaciones disponibles siguen apuntando hacia un escenario en el que la recuperación de la actividad prosigue, tras la pausa del segundo trimestre, hasta alcanzar crecimientos próximos al potencial a principios de 2012, y se sustenta cada vez más en la demanda interna. En este escenario, persisten las divergencias entre países, con un grupo de economías del núcleo de la zona del euro cada vez más alejado de las que están bajo programas de asistencia financiera, que permanecen en una situación delicada durante 2011 y 2012.

La inflación se situó en junio en el 2,7 %, debido, en gran medida, al notable incremento de los precios de la energía y de las materias primas. Dada la evolución del precio del petróleo que anticipan los mercados de futuros, está previsto que la inflación se mantenga por encima del 2 % en los próximos meses, y retorne a tasas inferiores a dicha referencia a principios de 2012. No obstante, los riesgos en el medio plazo siguen siendo al alza, y están relacionados con posibles incrementos, más elevados de lo esperado, en los precios de la energía y los impuestos indirectos. Así lo consideró el BCE en sus reuniones de abril y julio, en las que decidió aumentar los tipos oficiales en 25 pb en cada ocasión, hasta situarlos en el 1,5 % para las operaciones principales de financiación, contribuyendo, de esta manera, a que las expectativas de inflación de la zona del euro continúen firmemente ancladas. También decidió suspender el umbral mínimo de calificación crediticia en el caso de los instrumentos negociables de renta fija emitidos o garantizados por el Gobierno portugués, tras la rebaja de Moody's de la calificación de su deuda soberana en cuatro escalones, hasta el grado de bono especulativo (Ba2). En agosto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales y realizar una



Desde que comenzó la crisis de la deuda soberana, se han ido adoptando medidas para fortalecer la competitividad, la gobernanza y la estabilidad financiera de la zona del euro. Pero la magnitud de los retos planteados tras la constatación de la imposibilidad de Grecia para volver a financiarse en los mercados a mediados de 2012 como estaba previsto, y la escalada del riesgo de contagio de las tensiones hacia otros países, han hecho necesarias actuaciones de mucho mayor alcance. El pasado 21 de julio, los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro alcanzaron un acuerdo que supone una notable mejora en las condiciones de los préstamos concedidos a los países bajo programas de asistencia financiera y una reforma de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y del futuro Mecanismo de Estabilidad Europea (MEDE), dotándoles de una mayor flexibilidad y capacidad operativa. El acuerdo incluye también un nuevo programa de apoyo financiero a Grecia, que, por las singulares condiciones de esta economía, incluye de manera excepcional la participación, voluntaria, del sector privado.

En particular, un primer bloque de medidas se dirige a ofrecer una solución al problema griego, ampliando la asistencia para cubrir las necesidades de financiación de esta economía, al tiempo que mejora la sostenibilidad de su deuda pública. Para ello, se introduce un nuevo programa de ayuda financiera a Grecia, en colaboración con el FMI y con la contribución del sector privado. La financiación total oficial ascenderá a 109 mm de euros. Un elemento esencial del nuevo programa es que se reducen los tipos de interés cobrados, que se hacen equivalentes a los del mecanismo de asistencia de balanza de pagos —actualmente en torno al 3,5 %—, y se consideran plazos de vencimiento más amplios, con un mínimo de 15 años y un máximo de 30, con un período de carencia de 10 años. Estas mejoras se hacen extensibles también a los programas vigentes para Irlanda y Portugal. Respecto a la participación privada, el sector financiero ha manifestado su disposición a apoyar a Grecia con carácter voluntario mediante un abanico de opciones, con garantías crediticias. La contribución neta del sector privado alcanzada por esta vía se estima en 37 mm de euros, a los que hay que añadir 13 mm de euros, que se conseguirán mediante un programa de recompras en los mercados secundarios, de modo que la participación total ascenderá a 50 mm de euros. Existe el compromiso firme por parte de todos los Estados miembros de que la participación del sector privado se limitará exclusivamente a Grecia, mientras que el resto de los países harán frente con determinación a su deuda soberana, al ser un elemento decisivo para garantizar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

Para impulsar el crecimiento y la inversión en Grecia, los jefes de Estado apoyaron la decisión de la Comisión de crear un grupo especial de trabajo, que colaborará con las autoridades griegas con el fin de movilizar inmediatamente fondos estructurales de la UE y del Banco Europeo de Inversión (BEI), para destinarlos a

mejorar la competitividad y el crecimiento, la creación de empleo y la formación, proporcionando asistencia técnica excepcional con objeto de ayudar a Grecia a aplicar sus reformas. Además, la Comisión y el BEI intensificarán las sinergias entre los programas de préstamos y los fondos de la UE en todos los países con asistencia del FMI y la UE, con el objetivo de acrecentar la capacidad de dichos países de absorber los fondos de la UE con el fin de estimular el crecimiento y el empleo, también mediante un aumento temporal de las tasas de cofinanciación. Se seguirá apoyando a los países sometidos a programas hasta que hayan recuperado el acceso al mercado, condicionado a que apliquen con éxito sus programas.

Para frenar la posibilidad de contagio se incrementa también la flexibilidad de la FEEF y del MEDE, permitiendo que puedan actuar con carácter preventivo, dotándoles de capacidad para financiar la recapitalización de los bancos mediante préstamos a los Gobiernos, incluso a países que no estén sometidos a programa, y permitiendo intervenciones en los mercados secundarios sobre la base de un análisis del BCE que reconozca la existencia de circunstancias excepcionales, con riesgo para la estabilidad financiera.

Además, los jefes de Estado y de Gobierno apremiaron la conclusión del proceso de aprobación de las propuestas de reforma de la gobernanza europea, que incorpora una revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la introducción de un mecanismo de supervisión de los desequilibrios macroeconómicos. Para ello, será necesario llegar a un acuerdo respecto a las reglas de votación en la vertiente preventiva del Pacto. También se acordó reducir la dependencia de las agencias de calificación crediticia externa en el ámbito de la regulación financiera, para lo que la Comisión presentará propuestas.

Todos los Estados miembros de la zona del euro se comprometieron en la reunión a alcanzar completamente los objetivos presupuestarios acordados, mejorar la competitividad y corregir los desequilibrios macroeconómicos. En este sentido, se mostró la satisfacción sobre las medidas emprendidas por el Gobierno griego con el fin de estabilizar el déficit público y reformar la economía, así como el nuevo conjunto de medidas, incluidas las privatizaciones, recientemente adoptadas por el Parlamento heleno. Se consideraron también muy positivos el conjunto de medidas presupuestarias recientemente presentado por el Gobierno italiano y las reformas emprendidas por España en el ámbito presupuestario, financiero y estructural. También se valoró favorablemente la voluntad de Irlanda de participar constructivamente en los debates sobre el proyecto de directiva relativa a la base tributaria común del impuesto de sociedades y en los debates sobre política tributaria en el marco del Pacto por el Euro Plus.



operación suplementaria de provisión de liquidez a seis meses, a tipo fijo y adjudicación plena. El BCE decidió también prolongar durante el tiempo necesario y como mínimo hasta el 17 de enero de 2012 el procedimiento de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación, y mantener este procedimiento también para las operaciones con vencimiento a un mes y a tres meses hasta finales de 2011. Por último, el Consejo de Gobierno recordó la vigencia de su Programa para el Mercado de Valores.

En conjunto, en el segundo trimestre han aumentado los riesgos a la baja sobre un escenario central de recuperación moderada sin presiones inflacionistas en el medio plazo, en un entorno de, todavía, elevada incertidumbre. Aparte de los provenientes del contexto internacional, que a partir de la última información coyuntural referida a julio parecen haberse intensificado, el riesgo más importante se deriva de las repercusiones que puede tener sobre la economía real la evolución de las tensiones en los mercados de deuda soberana.

El 12 de julio, el ECOFIN concluyó el Semestre Europeo, el nuevo ciclo de coordinación y de supervisión de las políticas fiscal, macroeconómica y estructural que se ha introducido en la UE como parte de una reforma más amplia de la gobernanza económica. Asimismo, se realizó una valoración de los compromisos de reforma adquiridos por los Gobiernos en el marco del Pacto por el Euro Plus. En conjunto, las conclusiones de este proceso revelan que las políticas de reforma van en la dirección adecuada, pero que es necesario dotar de mayor concreción tanto a las medidas propuestas como a las recomendaciones realizadas.

### 3.1 Evolución económica

La recuperación económica sorprendió al alza en el primer trimestre de 2011, ya que el PIB creció un 0,8 % intertrimestral, por encima de lo que se preveía (véase cuadro 1). Las exportaciones, que aumentaron un 1,9 %, siguieron siendo el motor de la recuperación, en línea con la expansión de la economía mundial, de manera que la demanda exterior neta aportó tres décimas al crecimiento del PIB de la UEM. La inversión en bienes de equipo volvió a experimentar un avance elevado, mientras que el consumo privado solo aumentó un 0,2 %, y su debilidad puede estar relacionada con el escaso dinamismo de la renta disponible y con el entorno de elevada incertidumbre que retrae la adquisición de bienes de consumo, especialmente los de carácter duradero. A su vez, el consumo público y la inversión en construcción repuntaron en el primer trimestre, impulsados ambos agregados por factores temporales. Por todo lo anterior, la demanda interna sin existencias aportó seis décimas al crecimiento, al tiempo que los inventarios tuvieron una contribución nula. El valor añadido se aceleró en todas las ramas de actividad, especialmente en la industria, la construcción y el comercio, y mantuvo un tono más débil en la agricultura y los servicios de intermediación y de la Administración.

La pauta de recuperación de los países miembros de la zona del euro se caracteriza por la persistencia de notables diferencias. Así, en algunos países, el PIB está muy próximo al nivel existente antes del inicio de la crisis, mientras que, en otros, permanece todavía alejado de dicho nivel. En el primer grupo, la actividad económica es sólida, apoyada por una progresiva mejora del mercado de trabajo, en una situación financiera de hogares y empresas cada vez más saneada y en un proceso de recomposición de márgenes empresariales. Todo ello se está traduciendo en un repunte sustancial de la formación bruta de capital fijo. En este grupo, destacan Alemania y Francia, que crecieron en el primer trimestre un 1,5 % y un 0,9 %, respectivamente. En Alemania, sobresalió la fuerte expansión de las exportaciones, muy superiores a las francesas, con un consumo privado relativamente débil, a pesar de la fortaleza de su mercado de trabajo. Estas economías se están alejando así de las que se benefician de un programa de asistencia financiera,

	2009	2010				2011		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,3	0,3	0,9	0,4	0,3	0,8		
Consumo privado	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,2		
Consumo público	0,4	-0,3	0,3	0,1	-0,1	0,5		
Formación bruta de capital fijo	-0,7	-0,7	2,2	-0,2	-0,2	1,9		
Importaciones	1,2	3,8	4,1	1,3	1,2	1,4		
Exportaciones	2,3	3,4	4,3	1,7	1,6	1,9		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,1	0,0	0,6	0,1	0,1	0,6		
Variación de existencias	-0,2	0,4	0,2	0,1	-0,1	0,0		
Demanda exterior neta	0,3	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,3		
PIB (tasa de variación interanual)	-2,1	0,9	2,0	2,0	2,0	2,5		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	1,0	2,6	2,5	1,0	1,8	1,1	0,7	
Sentimiento económico	92,0	96,4	99,2	102,3	105,7	107,4	105,7	103,2
PMI compuesto	53,6	54,4	56,6	55,7	54,9	57,6	55,6	50,8
Empleo	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1		
Tasa de paro	10,0	10,1	10,2	10,2	10,1	10,0	9,9	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	0,9	1,6	1,5	1,9	2,2	2,7	2,7	
IPRI	-2,9	0,9	3,1	4,3	5,4	6,8	6,2	
Precio del petróleo (valor en dólares)	74,4	78,8	75,0	78,4	92,3	115,4	114,9	117,3
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,0	4,0	3,7	3,5	4,1	4,6	4,4	4,6
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,17	-0,08	-0,72	-1,01	-0,78	-1,14	-1,30	-1,56
Tipo de cambio dólar/euro	1,441	1,348	1,227	1,365	1,336	1,421	1,445	1,426
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-0,9	-4,5	-10,3	-6,3	-8,2	3,5	3,9	1,7
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	21,0	-1,2	-13,2	-7,4	-5,8	4,2	2,0	-3,6

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

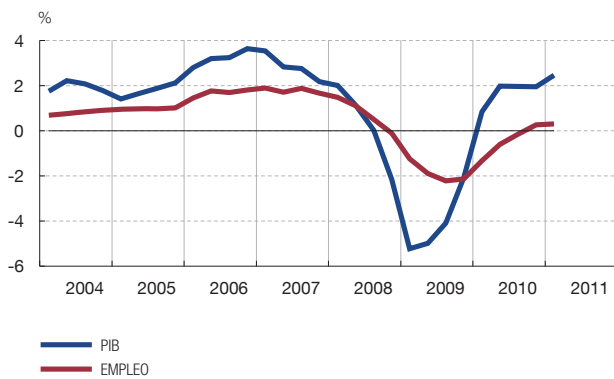
a Información disponible hasta el día 28 de julio de 2011.

b Variación porcentual acumulada en el año.

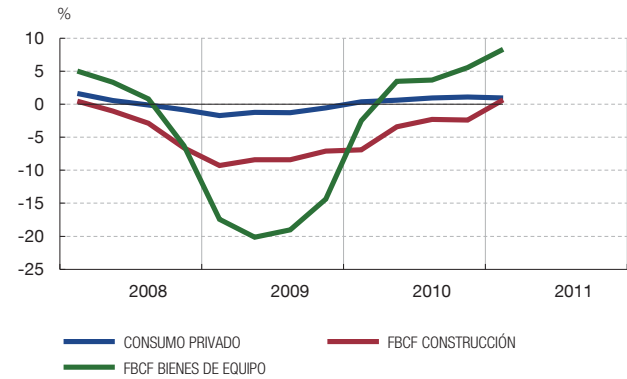
sometidas a un impulso fiscal más contractivo y a unas condiciones financieras más restrictivas, que experimentaron crecimientos en el primer trimestre de 2011 prácticamente nulos o, como en el caso de Portugal, negativos. Por su parte, el PIB solo aumentó un 0,1 % en Italia en el primer trimestre, en línea con los modestos avances crónicos en esta economía.

En el primer trimestre de 2011, el empleo volvió a experimentar una recuperación más modesta que la del PIB, con un tímido incremento del 0,1 % respecto al trimestre anterior, que se tradujo en una tasa interanual positiva del 0,3 %, consolidándose la creación de empleo iniciada a finales del año pasado. Las horas trabajadas por empleado, que todavía no han alcanzado los niveles previos a la crisis, aumentaron en mayor medida, un 0,5 % interanual, lo que reflejaría que persiste la tendencia al restablecimiento de la duración habitual de las jornadas laborales. En consecuencia, el incremento de la productividad del trabajo superó al de la remuneración por asalariado, por lo que los costes laborales unitarios se contrajeron de nuevo y, dado el aumento positivo del deflactor del PIB, los márgenes empresariales volvieron a ampliarse (véase gráfico 8).

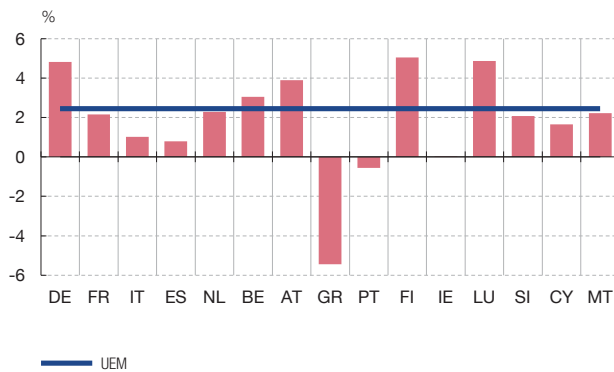
PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanual



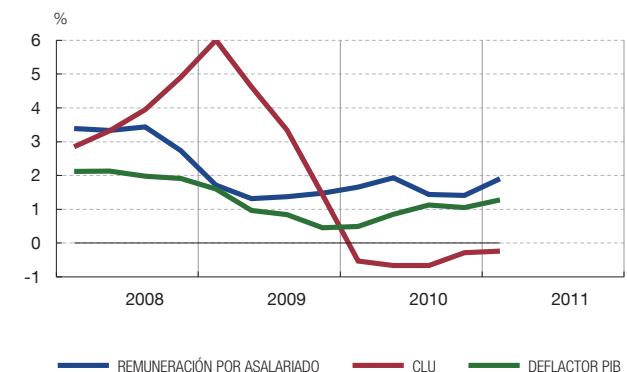
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Primer trimestre de 2011



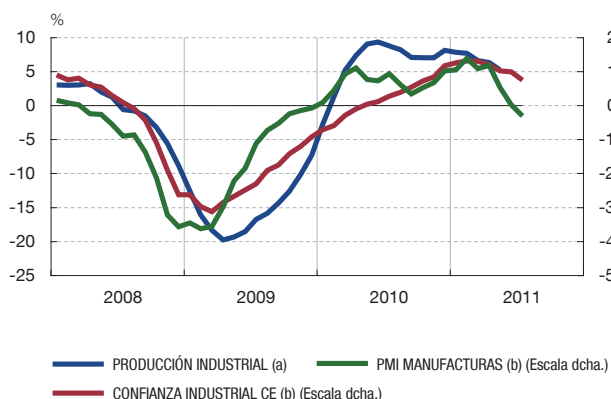
SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

La información coyuntural más reciente apunta a que la expansión de la actividad continuó en el segundo trimestre, aunque a un ritmo más lento. La ralentización obedece, en parte, al desvanecimiento de algunos factores temporales que incidieron en el primer trimestre y, especialmente, a la pérdida de impulso que registró el ciclo industrial durante estos meses, debido al encarecimiento del precio del petróleo y de las materias primas, a las tensiones políticas del norte de África y a las interrupciones de las cadenas de suministro de los fabricantes, tras el desastre natural ocurrido en Japón el 11 de marzo. Así, la producción industrial perdió tono en abril y mayo, hasta crecer a tasas intermensuales próximas a cero, mientras que los nuevos pedidos industriales también mostraron una desaceleración respecto a los primeros meses del año (véase gráfico 9). Por su parte, la confianza empresarial se situó en niveles compatibles con un aumento de la actividad en el segundo trimestre, tanto en el sector industrial como en el sector de servicios, a pesar del progresivo empeoramiento registrado en los meses de junio y julio. Este deterioro ha sido más intenso en aquellos componentes relacionados con las expectativas para los próximos meses que en los que recogen la situación actual, lo que introduce incertidumbre sobre la evolución económica en los próximos meses. En el ámbito laboral, la tasa de paro se mantuvo en el 9,9% en mayo, y los indicadores de expectativas de creación de empleo, que venían mejorando ininterrumpidamente desde el inicio de la recuperación, registraron un ligero retroceso en los meses de mayo y junio.

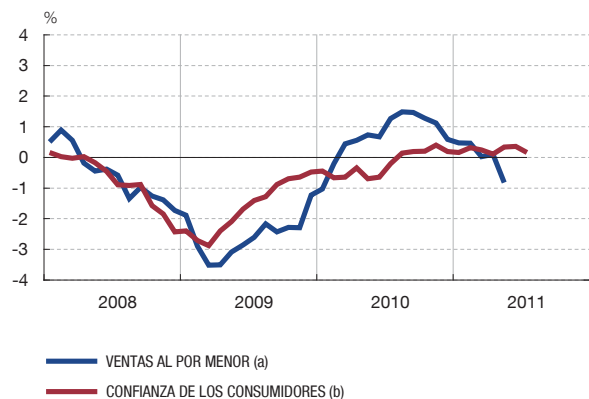
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



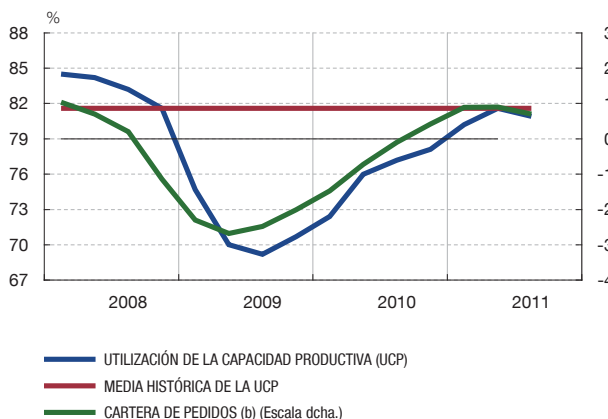
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



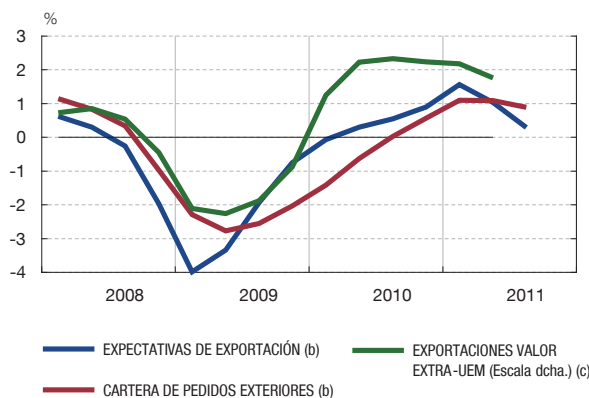
INDICADORES DE CONSUMO



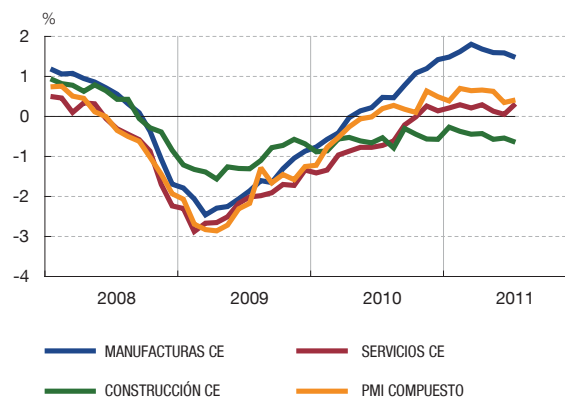
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

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

	2011		2012	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (junio de 2011)	1,5-2,3	2,5-2,7	0,6-2,8	1,1-2,3
Comisión Europea (mayo de 2011)	1,6	2,6	1,8	1,8
Actualización interi (septiembre de 2008)				
FMI (junio de 2011)	2,0	2,3	1,7	1,7
Actualización interin (julio de 2008)				
OCDE (mayo de 2011)	2,0	2,6	2,0	1,6
Actualización interin (septiembre de 2008)				
Consensus Forecast (julio de 2011)	2,0	2,6	1,6	1,9
Eurobarómetro (julio de 2011)	2,0	2,6	1,7	1,9

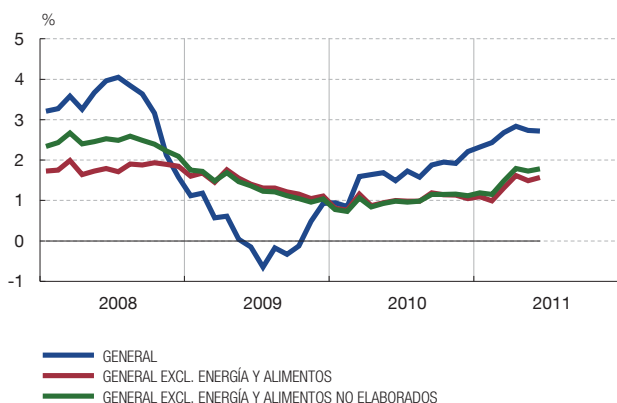
FUENTES: Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Eurosistema, FMI, MJ Economics y OCDE.

a Tasas de variación anual.

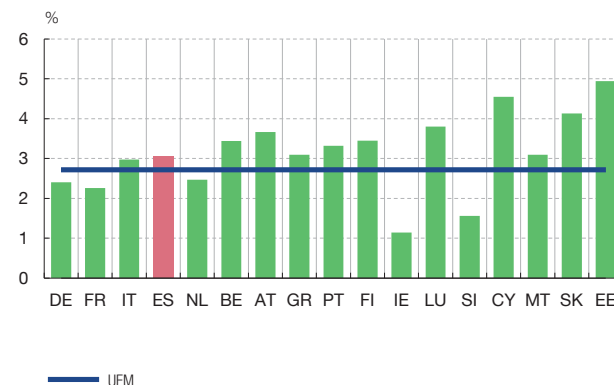
Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo mantuvieron un tono algo más débil que en meses anteriores, como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo derivada del alza de los precios y, posiblemente también, por la incertidumbre generada por la agudización de la crisis de la deuda soberana, que ha podido incidir en el retroceso de la confianza de los consumidores en junio y julio. Las ventas minoristas, tras crecer con fuerza en abril, cayeron en mayo, y la matriculación de automóviles se desaceleró, especialmente en abril. Además, la disposición para la compra de duraderos, muy influenciada por el clima de incertidumbre, mantuvo un tono muy deprimido, en línea con la trayectoria del último año. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores recientes mostraron una evolución más favorable, aunque se aprecian síntomas de agotamiento en el tercer trimestre: el grado de utilización de la capacidad productiva aumentó hasta el segundo trimestre, momento a partir del cual las mejoras se interrumpieron, y la valoración de la cartera de pedidos de la industria de la Comisión Europea se mantiene en niveles elevados, aunque experimentó ligeros retrocesos en mayo, junio y julio. Por su parte, las exportaciones de bienes siguieron creciendo a buen ritmo en abril y mayo, aunque las expectativas de exportación perdieron fuerza en el segundo trimestre, en línea con la menor fortaleza del comercio mundial, y la cartera de pedidos exteriores empeoró en mayo, junio y julio.

Más a medio plazo, las previsiones de los organismos internacionales coinciden en anticipar, para la segunda parte de 2011 y 2012, un escenario en el que la recuperación se prolonga a medida que la demanda interna se fortalece, sustentada en una política monetaria que continúa siendo acomodaticia, en las medidas para restaurar el funcionamiento del sistema financiero, y en el impacto de la demanda mundial sobre la renta interior (véase cuadro 2). Sin embargo, los riesgos a la baja sobre este escenario han aumentado, en un entorno de elevada incertidumbre. Aparte de los asociados a una prolongación de la desaceleración del comercio internacional, el más importante proviene de las tensiones en los mercados de deuda soberana, en la medida en que sus efectos negativos sobre las condiciones de financiación del sector privado y sobre la confianza de los agentes económicos repercute en sus decisiones de gasto. Por ello, es necesario afrontar con mayor ambición la introducción de medidas para fortalecer el crecimiento, en los diversos ámbitos identificados en el marco del Semestre Europeo. Entre ellos, destacan las recomendaciones emitidas el 6 de julio por el Consejo para que se avance en reformar los mecanismos de negociación salarial y de las estructuras impositivas, reduciendo el peso de las figuras que tienen mayor incidencia sobre el empleo, se concluya la aplicación plena de la Directiva de Servicios en todos los Estados miembros

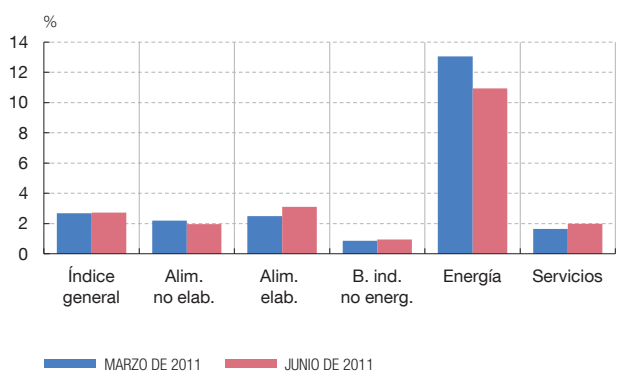
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



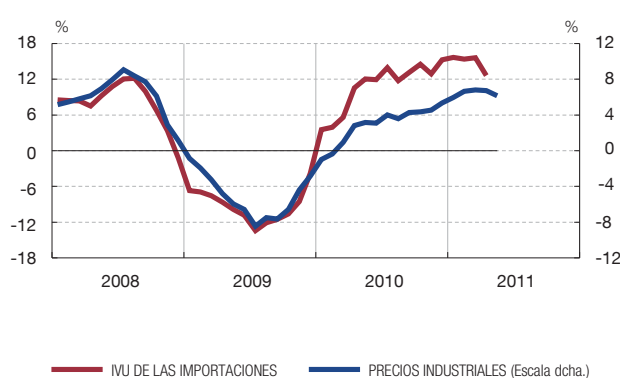
IAPC GENERAL  
Junio de 2011



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS



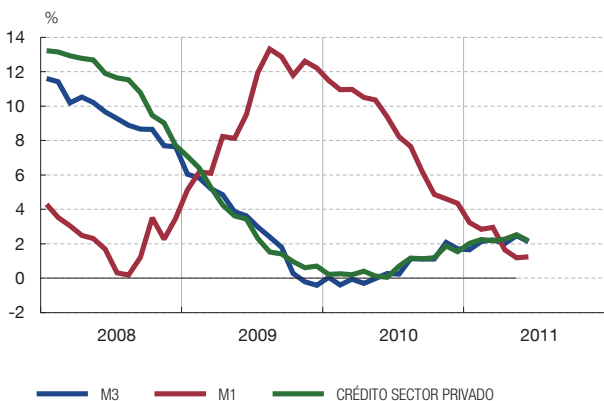
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

de la UE, se logre una mayor adecuación de los sistemas de pensiones a las perspectivas demográficas, y, en definitiva, se implementen con decisión los compromisos adquiridos con el Pacto del Euro Plus para mejorar el crecimiento, la competitividad y el empleo.

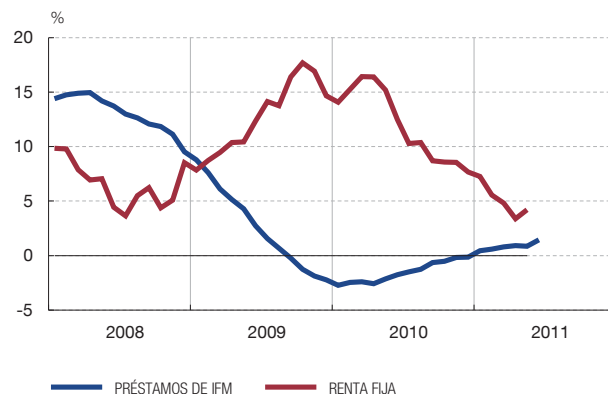
La inflación del área del euro se estabilizó a lo largo del segundo trimestre en el 2,7 %, como consecuencia del comportamiento de los precios del petróleo y de las materias primas. Sin embargo, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, aumentó tres décimas, hasta el 1,8 %, impulsada sobre todo por el repunte en los servicios —en particular, en las partidas vinculadas al turismo—, así como en los alimentos elaborados (véase gráfico 10). Aunque las expectativas de inflación están ancladas, los riesgos de medio plazo continúan situados al alza y están relacionados con aumentos adicionales del los precio del petróleo, o nuevos incrementos de los impuestos indirectos y los precios administrados sobre los anticipados, con el objetivo de cumplir los programas de estabilidad presupuestaria.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y mayo de 2011 un déficit de 56 mm de euros (un 1,4 % del PIB), mayor en 38 mm de euros que el observado en el mismo período del año anterior (1 % del PIB). Este empeoramiento obedeció en gran medida al comportamiento de la balanza de bienes, cuyo saldo se tornó en déficit, ya que la balanza de servicios mejoró. En relación

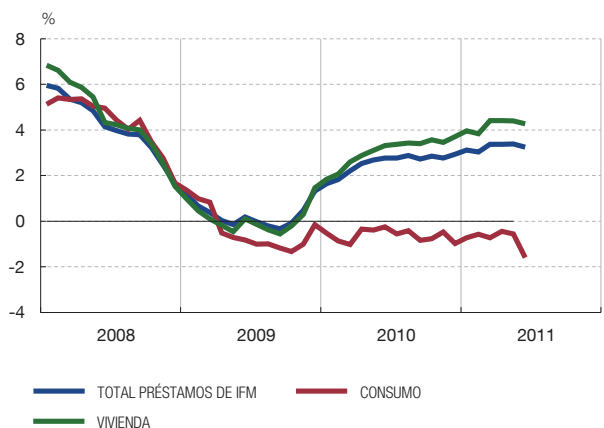
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS  
Tasas de variación interanual



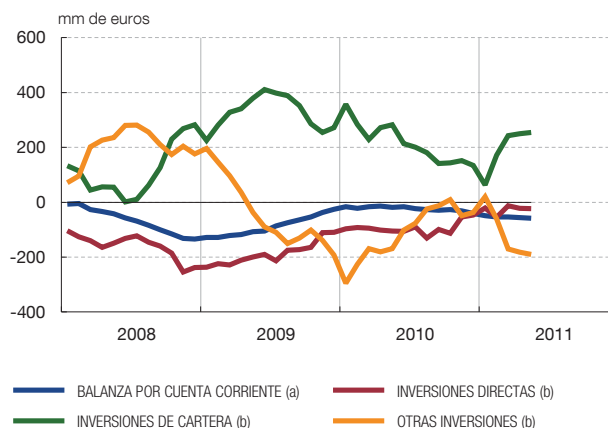
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN DE HOGARES  
Tasas de variación interanual



BALANZA DE PAGOS  
Acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

con la cuenta financiera, las salidas netas de capitales en forma de inversión directa ascendieron a 53 mm de euros entre enero y mayo, frente a los 68 mm de euros del mismo período del año anterior, mientras que la inversión de cartera registró una entrada neta de 254 mm de euros, mayor que los 118 mm de euros del período de enero-mayo de 2010. Con todo, la balanza básica, que incorpora la balanza por cuenta corriente a estos dos tipos de inversiones, registró un superávit de 145 mm de euros entre enero y mayo de 2011, frente al de 13 mm de euros observado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

Las previsiones de la CE y los Programas de Estabilidad para los años 2011-2014 que presentaron los Estados miembros de la UEM la pasada primavera revelan el carácter fuertemente contractivo que mantendrá la política fiscal a lo largo de 2011 y, en menor medida, en 2012 (véase recuadro 3). De acuerdo con estas estimaciones, en el primero de esos años el déficit de las Administraciones Públicas del conjunto del área se reducirá en casi 2 pp, desde el 6 % de partida, y en el siguiente se situaría en torno al 3,5 % (véase cuadro 3). La corrección se debe, principalmente, a la contención de los gastos, asociada a la moderación de la remuneración de los empleados públicos, que apenas se incrementará (0,2 %), tras mantener

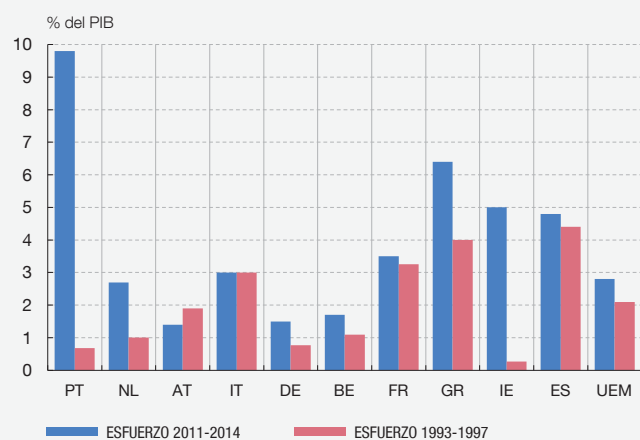
Durante el pasado mes de mayo, los países de la zona del euro presentaron los Programas de Estabilidad, donde se recogen las principales medidas de política fiscal y los planes presupuestarios para los próximos años (2011-2014). La Comisión Europea ha realizado un análisis de estos programas dentro del denominado Semestre Europeo, y ha establecido recomendaciones específicas para cada país, que fueron aprobadas por el Consejo Europeo de 24 de junio y por el ECOFIN del 12 de julio.

En general, la evaluación que ha realizado la Comisión Europea del conjunto de los programas es relativamente favorable, ya que la mayoría de los países plantean una consolidación fiscal asentada en un escenario macroeconómico realista, que, de llevarse a cabo, permitirá satisfacer los objetivos de déficit y de ajuste estructural en los plazos exigidos en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) (véase cuadro adjunto). Incluso algunos Estados anticipan el cumplimiento de los objetivos de déficit respecto a los plazos establecidos en el PDE (Alemania, por ejemplo).

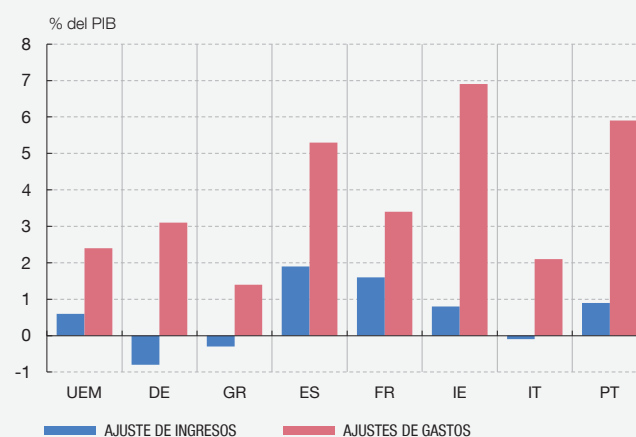
RESUMEN DE LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD

	PROGRAMAS DE ESTABILIDAD (a)										PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO	
	Saldo presupuestario					Deuda pública		Cambio en el déficit ajustado de ciclo			Ajuste estructural exigido (a)	Plazo para la corrección
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2014	2011-2010	Promedio 2014-2010			
BE	-4,1	-3,6	-2,8	-1,8	-0,8	96,8	92,2	0,1	0,4	0,75 en 2010-2012	2012	
DE	-3,3	-2,5	-1,5	-1,0	-0,5	83,2	77½	0,3	0,4	Al menos 0,5 en 2011-2013	2013	
EE	0,1	-0,4	-2,1	0,1	0,5	6,6	5,6	0,0	0,2	No está en PDE		
IE	-32,4	-10,0	-8,6	-7,2	-4,7	96,0	116,0	1,8	1,3	Programa de asistencia	2015	
GR	-9,6	-7,6	-6,5	-4,8	-2,6	142,5	156,2	3,1	1,6	Programa de asistencia	2014	
ES	-9,2	-6,0	-4,4	-3,0	-2,1	60,1	68,9	2,8	1,2	1,5 en 2010-2013	2013	
FR	-7,0	-5,7	-4,6	-3,0	-2,0	81,7	84,1	1,2	0,9	Más de 1 en 2010-2013	2013	
IT	-4,6	-3,9	-2,7	-1,5	-0,2	119,0	112,8	0,5	0,8	Al menos 0,5 en 2011-2012	2012	
CY	-5,3	-4,0	-2,6	-2,0	-1,6	60,9	60,1	1,7	0,8	1,5 en 2011-2012	2012	
LU	-1,7	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8	18,4	22,7	0,2	-0,2	No está en PDE		
MT	-3,6	-2,8	-2,1	-1,6	-1,0	68,0	63,7	1,6	0,8	0,75 en 2011	2011	
NL	-5,4	-3,7	-2,2	-1,8	-1,4	62,7	64,1	1,1	0,7	0,75 en 2011-2013	2013	
AT	-4,6	-3,9	-3,3	-2,9	-2,4	72,3	75,1	0,4	0,4	0,75 en 2011-2013	2013	
PT (b)	-9,1	-5,9	-4,5	-3,0	-2,3	93,0	107,6	0,5	2,4	Programa de asistencia	2013	
SI	-5,5	-5,5	-3,9	-2,9	-2,0	38,0	46,0	0,4	0,5	0,75 en 2010-2013	2013	
SK	-7,9	-4,9	-4,1	-3,7	-3,0	41,0	45,2	2,7	1,0	1 en 2010-2013	2013	
FI	-2,5	-0,9	-0,7	-0,9	-0,9	48,4	54,6	0,3	-0,3	No está en PDE		
Área del euro	-6,0	-4,3	-3,1	-2,1	-1,3	85,4	85,1	0,9	0,7	--	--	

ESFUERZO CONSOLIDACIÓN FISCAL: 2011-2014 Y 1993-1997 (REDUCCIÓN DEL SALDO AJUSTADO DE CICLO)



PROGRAMAS DE ESTABILIDAD: 2011-2014. COMPOSICIÓN DE LA CORRECCIÓN DEL DÉFICIT



FUENTES: Programas de Estabilidad y Comisión Europea.

- a Programas de Estabilidad de abril de 2011. Porcentajes del PIB.
- b Portugal no ha presentado su programa de estabilidad. Los datos se extraen del programa de asistencia.



La mayoría de los países prevén un ajuste estructural notable, que imprime un carácter fuertemente contractivo a la política fiscal a lo largo del presente año y, en menor medida, en los años posteriores (véase cuadro adjunto). De hecho, como se aprecia en el panel izquierdo del gráfico adjunto, donde se compara la corrección del saldo estructural prevista para el conjunto de la zona del euro en el período de 2011-2014 con la registrada en el período de consolidación que precedió a la creación de la UEM (1993-1997), el ajuste es muy superior en la mayoría de las economías, especialmente en Irlanda, Grecia y Portugal. En el conjunto de la UEM, el ajuste realizado a lo largo del período se aproxima a un 3 % del PIB, cifra que resulta superior al 2 % registrado entre 1993 y 1997 y al ajuste estructural medio observado en los episodios de consolidación que han tenido lugar a lo largo de las últimas décadas en diversos países, que se sitúa también en torno al 2 % del PIB, según estudios de la OCDE y la CE<sup>1</sup>.

Además, estos trabajos encuentran que las consolidaciones fiscales basadas en un recorte del gasto tienen un menor impacto sobre la actividad económica a corto plazo [véase FMI (2010)]<sup>2</sup> y suelen ser más efectivas, al tener un efecto más permanente sobre la reducción del déficit. En este sentido, el diseño de los planes

parece haber tenido en consideración estos resultados, ya que, con carácter generalizado, el ajuste se produce mediante una contención del gasto público en términos del PIB (véase gráfico adjunto), y, dentro de este, ocupa una proporción elevada el recorte de la remuneración de asalariados y de los consumos intermedios, además de la reducción de los gastos sociales ligada a la recuperación del empleo y de la actividad económica.

También cabe destacar que, en la mayoría de las economías de la UEM, y especialmente en los países sujetos a programas de asistencia financiera, gran parte del ajuste tiene o ha tenido lugar en los primeros años del período de consolidación, frente a la adopción de otras estrategias de carácter más gradual, que normalmente entrañan más riesgos en términos de potenciales efectos fatiga.

No obstante, siguen existiendo otros elementos de riesgo, ya que, en algunos países, todavía quedan pendientes de concretar muchas de las medidas necesarias para alcanzar los objetivos propuestos, y, en otros, la corrección se asienta principalmente en la mejora del ciclo económico. Y, lo que es más importante, según los planes presentados, la deuda pública del conjunto del área registraría una ligera corrección a partir de 2012, pero permanecería próxima al 85 % del PIB en 2014. Este hecho confirma la necesidad de realizar una consolidación presupuestaria aún mayor en los próximos años, para reconducir los niveles de deuda hacia niveles más favorecedores del crecimiento y hacer frente a los desafíos que plantea el envejecimiento de la población.

1. OCDE, *Economic Outlook 2007, Fiscal consolidation: lessons from past experience*, y Comisión Europea, *European Economy 2007 (3), Public Finances in EMU, Lessons from successful fiscal consolidations*.
2. FMI, *World Economic Outlook, 2010, Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation*.

tasas medias de crecimiento superiores al 3 % desde el comienzo de la UEM. También se aprecia un retroceso de la inversión pública y de los gastos por transferencias, en porcentaje del PIB, mientras que los pagos por intereses ascenderían al 3 % del PIB de la UEM. Por su parte, los ingresos públicos también aumentan, aunque en menor medida, como consecuencia del avance de la imposición indirecta y de los impuestos sobre la renta y el patrimonio, mientras que las cotizaciones sociales se mantienen prácticamente estabilizadas.

Por países, a comienzos del trimestre, el Gobierno portugués se vio inmerso en una profunda crisis institucional, que, añadida a los problemas fiscales y estructurales que arrastraba esta economía, derivó en la petición de asistencia financiera a las instituciones europeas y al FMI. El programa de ayuda acordado en mayo alcanza un importe de 78 mm de euros, que serán proporcionados a partes iguales por el FMI, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) y la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) durante el período de 2011-2014. La concesión de ayuda financiera está condicionada a la aplicación de un amplio conjunto de medidas de ajuste estructural, con énfasis en la mejora del mercado de trabajo, además de la consolidación fiscal y el saneamiento del sector bancario. En Grecia, la consecución de los objetivos fiscales acordados en el programa de asistencia financiera firmado en mayo de 2010 sigue planteando grandes retos, ante las dificultades para que la recaudación impositiva alcance los niveles esperados, en un clima de deterioro paulatino de las perspectivas macroeconómicas. Por ello,

Porcentaje del PIB	2009	2010		2011		2012	
			CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)
Bélgica	-5,9	-4,1	-3,7	-3,9	-3,6	-4,1	-2,8
Alemania	-3,0	-3,3	-2,0	-2,3	-2,5	-3,3	-1,5
Estonia	-1,7	0,1	-0,6	-1,0	-0,4	0,1	-2,1
Irlanda	-14,3	-32,4	-10,5	-10,8	-10,0	-8,8	-8,6
Grecia	-15,4	-10,5	-9,5	-7,4	-7,6	-9,3	-6,5
España	-11,1	-9,2	-6,3	-6,2	-6,0	-5,3	-4,4
Francia	-7,5	-7,0	-5,8	-6,0	-5,7	-5,3	-4,6
Italia	-5,4	-4,6	-4,0	-4,3	-3,9	-3,2	-2,7
Chipre	-6,0	-5,3	-5,1	-4,5	-4,0	-4,9	-2,6
Luxemburgo	-0,9	-1,7	-1,0	-1,1	-1,0	-1,1	-1,5
Malta	-3,7	-3,6	-3,0	-2,9	-2,8	-3,0	-2,1
Holanda	-5,5	-5,4	-3,7	-3,8	-3,7	-2,3	-2,2
Austria	-4,1	-4,6	-3,7	-3,1	-3,9	-3,3	-3,3
Portugal	-10,1	-9,1	-5,9	-5,6	-5,9	-4,5	-4,5
Eslovenia	-6,0	-5,6	-5,8	-4,8	-5,5	-5,0	-3,9
Eslovaquia	-8,0	-7,9	-5,1	-5,2	-4,9	-4,6	-4,1
Finlandia	-2,6	-2,5	-1,0	-1,2	-0,9	-0,7	-0,7
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,5	-3,2	-1,3	-1,7		-0,4	
Saldo total	-6,3	-6,0	-4,3	-4,4	-4,3	-3,5	-3,1
Deuda pública	79,3	85,4	87,7	87,3	87,4	88,5	87,8

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3 % del PIB.  
b Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2011.  
c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2011.  
d Planes de Estabilidad y Convergencia.

el Gobierno griego introdujo la denominada Estrategia Fiscal a Medio Plazo, que contiene medidas de consolidación fiscal adicionales a las acordadas previamente en el programa de asistencia y un plan de privatizaciones que asciende a 50 mm (un 20 % del PIB de esta economía). La aprobación de estas medidas, que tuvo lugar a finales de junio, constituyó uno de los requisitos impuestos por las autoridades europeas y el FMI para la concesión del quinto tramo de ayuda a esta economía según el programa de asistencia inicial. Por otro lado, y como ya se ha señalado, en su reunión del 21 de julio, los jefes de Estado y de Gobierno de la UEM sentaron las bases para un segundo programa de apoyo. Por último, en Italia, además de las medidas de consolidación contenidas en el programa de estabilidad, el Gobierno presentó en junio otro conjunto de propuestas que, posteriormente, se vieron ampliadas de manera notable en el proceso de aprobación parlamentaria, hasta alcanzar 79 mm de euros entre 2011 y 2014, y que tienen como objetivo final conseguir un presupuesto equilibrado en 2014. Estas medidas comprenden la congelación de los salarios y del empleo público, la ampliación e intensificación del denominado «copago sanitario» y un nuevo programa de privatizaciones, si bien se encuentran concentradas especialmente en los dos últimos años del período de ajuste. Por otra parte, el 12 de julio, el ECOFIN acordó la derogación del procedimiento de déficit excesivo a Finlandia, que, de acuerdo con las últimas estimaciones, habría mantenido un saldo presupuestario inferior al 3 % del PIB en 2010. En la actualidad, de los 17 Estados que forman la zona del euro, solo tres (Estonia, Luxemburgo y Finlandia) no se encuentran sujetos al Procedimiento de Déficit Excesivo.

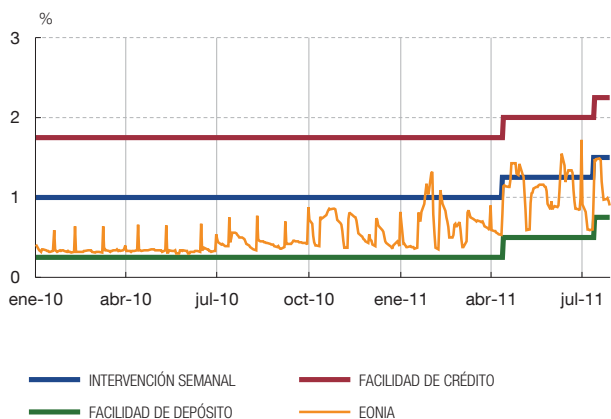
### 3.2 Evolución monetaria y financiera

La evolución financiera hasta julio ha venido muy condicionada por las tensiones en los mercados de deuda pública del área del euro. Como ya se ha señalado, la evidente falta de consenso en las discusiones en torno al papel de los acreedores privados en el futuro plan de asistencia financiera a Grecia provocó un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros, y se intensificó el efecto contagio sobre las economías con perspectivas económicas más débiles. Así, las turbulencias afectaron especialmente a los países bajo programas de asistencia financiera (Grecia, Irlanda y Portugal), cuyas calificaciones crediticias sufrieron nuevos recortes, y, en menor medida, a Italia y España. A su vez, las tensiones se trasladaron, con intensidad en el mes de julio, al mercado bursátil, de modo que aumentó notablemente su volatilidad y las cotizaciones se redujeron, especialmente en el sector bancario y en aquellos países afectados más claramente por la crisis de la deuda. La evolución del tipo de cambio del euro también sufrió una elevada volatilidad, y se observaron repuntes de los diferenciales del EURIBOR con respecto a los tipos de operaciones colateralizadas (*eurepos*) y de los tipos de interés de la deuda corporativa. La publicación de las pruebas de resistencia de la banca europea no consiguió suavizar esta situación, a pesar de que los resultados fueron bastante satisfactorios. Tras el acuerdo alcanzado el día 21 de julio en la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro (véase recuadro 2) sobre el programa de asistencia a Grecia y un conjunto más amplio de medidas para reforzar los mecanismos de gestión de crisis, las tensiones se relajaron, si bien repuntaron en los días posteriores.

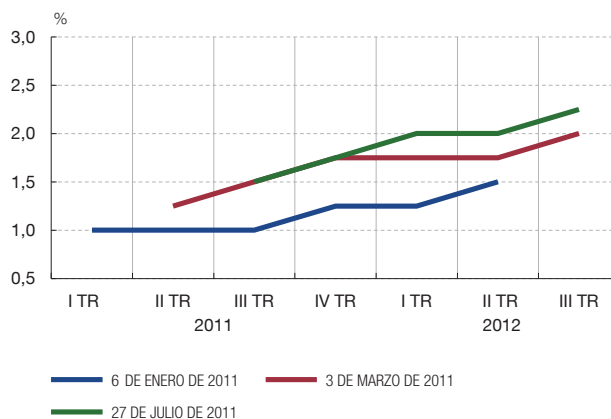
El BCE decidió aumentar los tipos oficiales en 25 pb en la reunión celebrada el 7 de julio, con el fin de prevenir posibles presiones inflacionistas a medio plazo. El tipo de las operaciones principales de financiación se situó en el 1,5 %, y el de las facilidades de crédito y depósito, en el 2,25 % y 0,75 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, acordó no aplicar el umbral mínimo de calificación crediticia a los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Gobierno portugués. En la reunión del 4 de agosto, en un contexto de incertidumbre sobre los efectos del agravamiento de la crisis de la deuda soberana sobre la situación financiera, el Consejo de Gobierno decidió realizar en agosto una operación suplementaria de suministro de liquidez con un vencimiento aproximado de seis meses, a tipo fijo y adjudicación plena. Además, acordó que las operaciones principales de financiación se siguieran realizando a tipo fijo y con adjudicación plena durante el tiempo que fuera necesario y como mínimo hasta el final del último periodo de mantenimiento de 2011. De forma análoga, decidió que se mantuviera este procedimiento también en las operaciones a un mes y a tres meses como mínimo hasta finales de 2011. Finalmente, el Consejo de Gobierno recordó que su Programa para el Mercado de Valores seguía vigente.

Los tipos de interés del mercado interbancario mantuvieron la senda de crecimiento iniciada el pasado año. Los EURIBOR a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en el entorno del 1,6 % y 2,2 % en julio, 30 pb y 15 pb por encima de los niveles de abril. El diferencial del EURIBOR con respecto a la rentabilidad de las operaciones *repo* experimentó un intenso repunte a principios del mes de julio, hasta superar los 88 pb, reduciéndose hasta los 76 pb después del acuerdo alcanzado el día 21 de julio. En el mercado de deuda pública de largo plazo, se registró una reducción del tipo de interés del bono alemán, ya que, dado el elevado nivel de incertidumbre, su demanda aumentó por ser considerado un activo refugio (véase gráfico 12). Los países que experimentaron, durante el trimestre, un mayor repunte de sus diferenciales con respecto a los bonos soberanos de Alemania fueron los que se encuentran bajo un programa de asistencia financiera, pero también Italia y, en menor medida, España, que registraron un incremento de su prima de riesgo superior a los 100 pb.

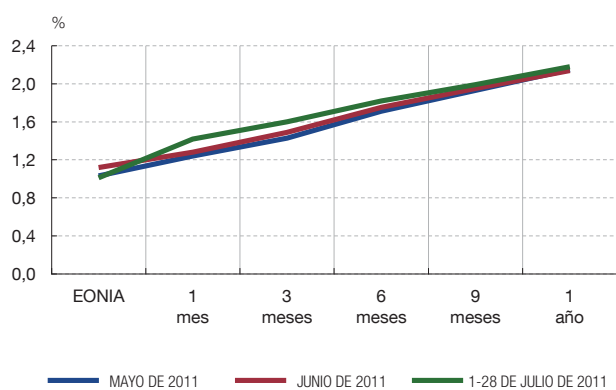
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



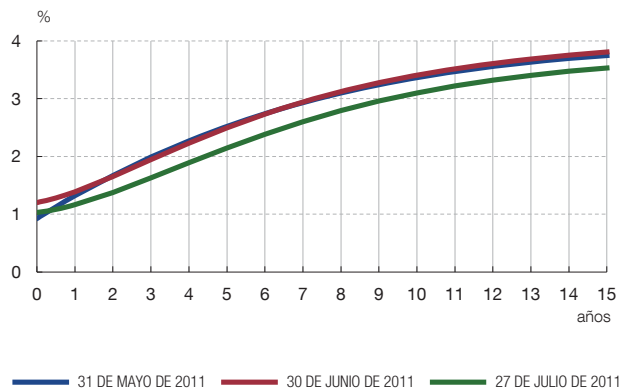
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



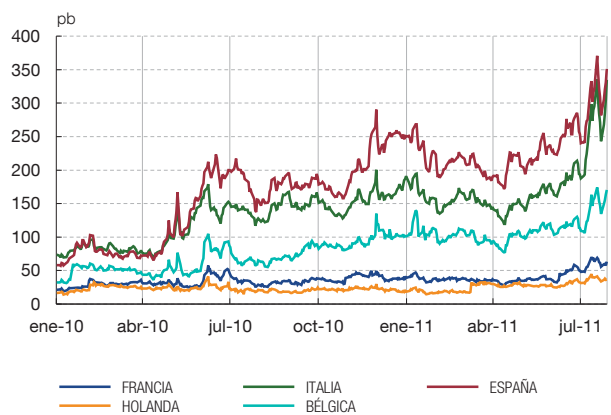
MERCADO INTERBANCARIO



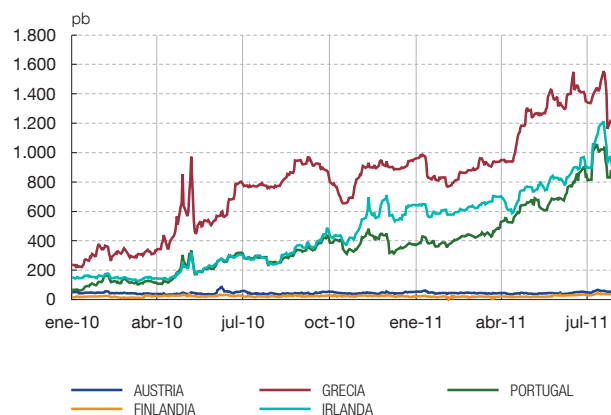
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



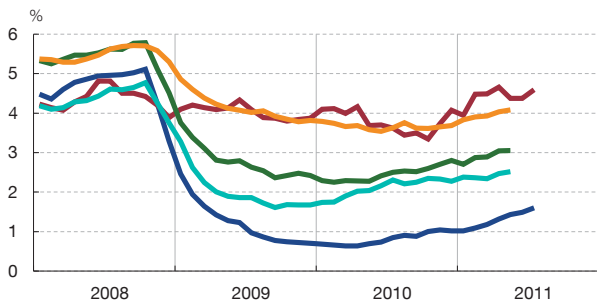
DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

EURIBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



— EURIBOR A TRES MESES (MEDIA MENSUAL) — BONOS A DIEZ AÑOS  
 — PRÉSTAMOS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (b) — PRÉSTAMOS VIVIENDA HOGARES (TAE)  
 — DEPÓSITOS FAMILIAS (HASTA UN AÑO)

DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



— INDUSTRIALES  
 — FINANCIEROS

ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



— EUROSTOXX 50  
 — VOLATILIDAD IMPLÍCITA (Escala dcha.)

TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



— ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS  
 — DÓLAR (Escala dcha.)

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.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo experimentaron un ascenso, que se aceleró en julio, 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 continuó su moderada tendencia alcista. Así, el tipo de nuevas operaciones de préstamo a sociedades no financieras se situó en el 3,2% en mayo, y aumentó de forma menos intensa en las operaciones de gran tamaño, alcanzando el 2,8%. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) referente al segundo trimestre indica que los criterios de aprobación de nuevos préstamos no se relajaron ni para las sociedades no financieras ni en los contratos a hogares, y no se espera que lo hagan en los próximos meses. Por su parte, las entidades percibieron un menor retroceso en la demanda de financiación de los hogares, fundamentalmente en las solicitudes para adquisición de vivienda, mientras que la de las sociedades no financieras redujo la intensidad del avance observado en los últimos trimestres.

En relación con la financiación del sector privado, el saldo vivo de las emisiones de deuda de las empresas no financieras continuó desacelerándose, hasta crecer un 4,2% interanual en mayo (véase gráfico 11). Los préstamos bancarios a sociedades y a hogares no regis-

traron cambios significativos en sus niveles de crecimiento durante el trimestre, situándose la tasa interanual en junio en el 1,5 % y 3,2 %, respectivamente. En cambio, la financiación destinada al consumo se moderó de nuevo en junio, hasta alcanzar el 1,6 % interanual.

Como se ha mencionado, los mercados bursátiles mostraron un comportamiento desfavorable durante el trimestre, que se acentuó en el mes de julio, tras las tensiones renovadas en los mercados de deuda del área (véase gráfico 13). El EUROSTOXX 50 registró caídas superiores al 10 % desde abril, siendo especialmente castigada la cotización de los valores del sector bancario y la construcción.

El tipo de cambio del euro no fue ajeno a la inestabilidad de los mercados de deuda soberana en el área y se depreció ligeramente, aunque registró fuertes oscilaciones durante el trimestre. Así, el tipo efectivo del euro TCEN-20 se redujo en algo más del 3 % desde abril, con una depreciación similar frente al dólar.

Finalmente, el agregado monetario M3 aumentó ligeramente su ritmo de expansión, creciendo a una tasa interanual del 2,1 % en junio, debido a la aceleración de los otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables.

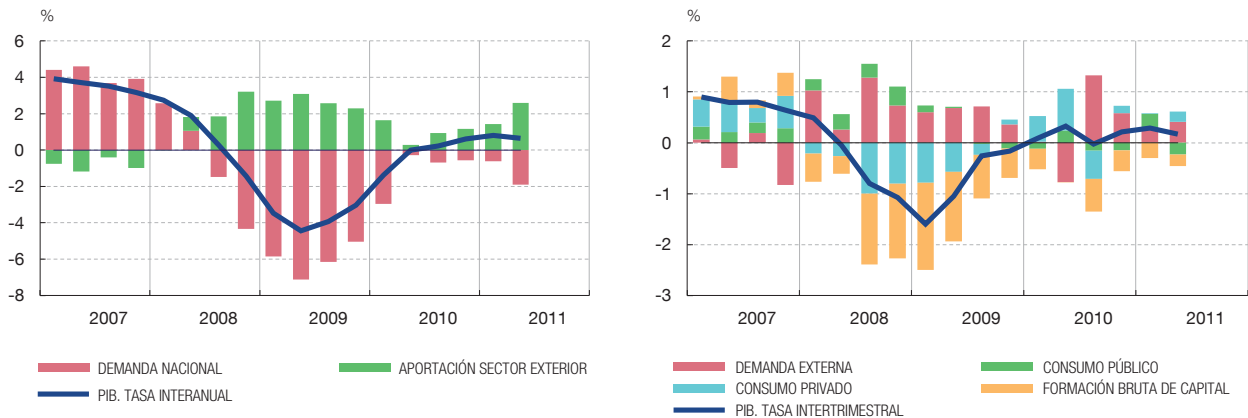
## 4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

De acuerdo con la última información disponible, el avance de la actividad se habría ralentizado en el segundo trimestre de 2011, al registrar el PIB un crecimiento intertrimestral del 0,2 %, frente al 0,3 % del trimestre anterior (véase gráfico 14). Se estima que la demanda nacional disminuyó un 0,2 % en términos intertrimestrales, lastrada por la debilidad de la inversión en construcción y, en menor medida, por el descenso del consumo público, si bien la información sobre este componente de gasto es bastante incompleta. En cambio, la demanda exterior neta volvió a presentar una contribución positiva al crecimiento del PIB, de 0,4 pp, una décima más que en el trimestre anterior. El fuerte empuje de las exportaciones de turismo y de los otros servicios, junto con la moderación de las importaciones, explicó esa aportación, en un contexto en el que las ventas exteriores de bienes se desaceleraron, en sintonía con el menor empuje que se detectó en el comercio mundial. En términos interanuales, el producto creció un 0,7 % en el segundo trimestre de 2011, frente al 0,8 % del primero, si bien hay que recordar que esta desaceleración está influida por el avance de la actividad en el segundo trimestre de 2010, que fue algo más intenso debido al efecto de anticipación del gasto que tuvo la subida del IVA en julio de ese año.

El empleo siguió disminuyendo en el segundo trimestre, con una tasa de descenso estimada del 1,2 % en términos interanuales, 0,2 pp menos pronunciada que en el trimestre anterior. Dada la evolución estimada del producto y del empleo, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo elevado, aunque algo inferior al observado en el trimestre precedente. Por su parte, la remuneración por asalariado ralentizó algo su ritmo de crecimiento, y, como resultado, los costes laborales unitarios en el conjunto de la economía continuaron descendiendo a un ritmo similar al del primer trimestre, si bien este comportamiento está muy influido por el recorte de los salarios públicos. Finalmente, se interrumpió la tendencia alcista de los precios de trimestres anteriores y se observó una gradual disminución de la tasa de inflación, al comenzar a desaparecer los efectos de comparación con los aumentos del precio del petróleo registrados en 2010. Así, la tasa de variación interanual del IPC, que llegó a alcanzar el 3,8 % en abril, se situó en el 3,2 % en junio, mientras que el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— descendió desde el 2,1 % registrado en abril y mayo a un 1,7 % en junio. En los próximos meses, esta tendencia debería continuar, al absorberse el impacto que tuvo en los precios el aumento del IVA en julio de 2010.

### 4.1 Demanda

En el segundo trimestre de 2011, el consumo privado ha mostrado una notable atonía, que se ha traducido en un modesto crecimiento intertrimestral (véase gráfico 15). Este escaso dinamismo se explica por la existencia de un contexto poco propicio para el gasto de los hogares, caracterizado por la evolución aún negativa del mercado laboral y la renta familiar, la disminución del valor de la riqueza inmobiliaria, unas condiciones crediticias relativamente restrictivas y la pérdida de poder adquisitivo por la presencia de una tasa de inflación elevada. En términos interanuales, el consumo experimentó un retroceso, que se debe a que, en el mismo trimestre de 2010, se produjo un adelantamiento de decisiones de adquisición de bienes de consumo ante la subida del IVA en julio de ese año. La acen-tuación de la caída interanual fue particularmente intensa en el caso del consumo de bienes duraderos. En particular, las matriculaciones de vehículos particulares cayeron entre abril y junio un 35 % interanual, 3 pp más que en el primer trimestre. Además, también descendieron en tasa intertrimestral, aunque de forma más moderada que en el trimestre anterior. Entre los restantes indicadores cuantitativos, tanto el índice de comercio al por



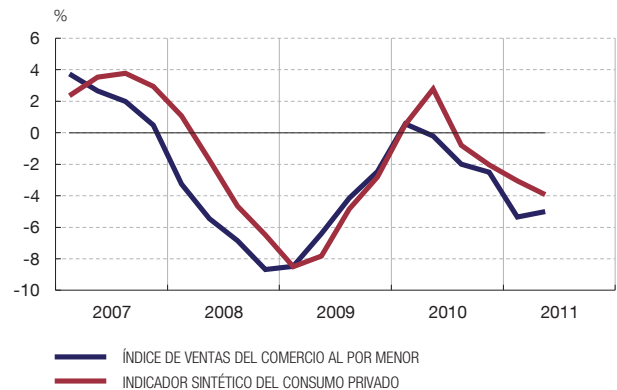
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

CONSUMO PRIVADO

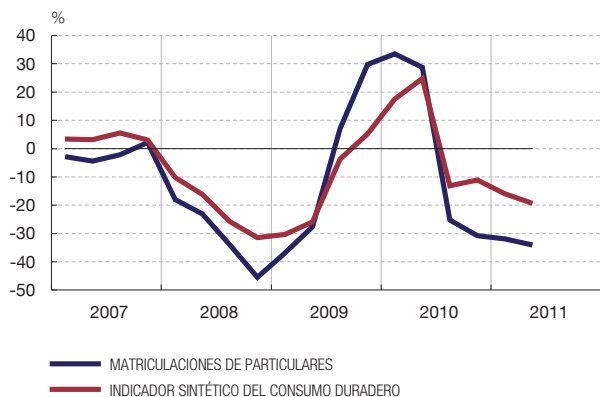
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



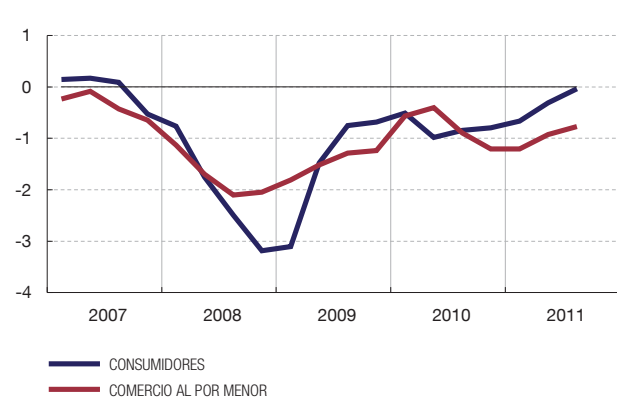
INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



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

a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

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



menor como el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo por parte de grandes empresas que publica la Agencia Tributaria (en este último caso, con datos solo hasta mayo) experimentaron en el segundo trimestre ritmos de descenso interanual similares a los del primero. Por su parte, los indicadores de confianza de los consumidores y los comerciantes minoristas de la Comisión Europea experimentaron una cierta mejoría, cuya importancia, sin embargo, resulta difícil de valorar, debido a los cambios en el procedimiento de elaboración de estas encuestas introducidos el pasado mes de mayo. Ya en julio, el indicador de los consumidores retrocedió levemente, mientras que el de los minoristas permaneció estable.

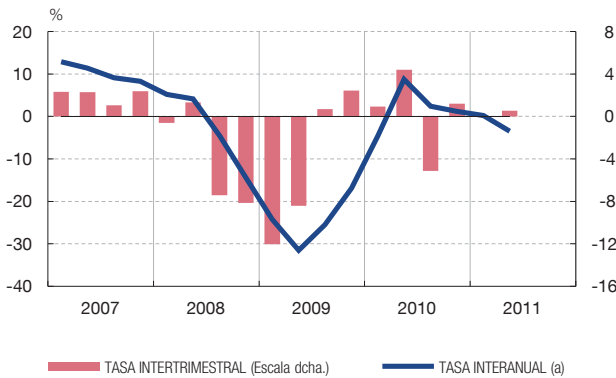
La renta de las familias atenuó su ritmo de caída en medio punto porcentual, hasta el -1,3 % interanual en el primer trimestre, de acuerdo con los datos acumulados de cuatro trimestres de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Esta caída más moderada de los ingresos de las familias fue el resultado de un menor descenso de la remuneración de asalariados y de un incremento del excedente bruto de los trabajadores autoempleados. Por el contrario, la aportación positiva de las AAPP al sostenimiento de la renta de los hogares siguió disminuyendo, y se mantuvo la contribución neta negativa de las rentas de la propiedad, principalmente como consecuencia de la evolución de los intereses. No obstante, la tasa de ahorro siguió ejerciendo un papel amortiguador, pues disminuyó casi 1 pp respecto a la cifra de 2010, hasta el 12,2 % de la renta disponible de las familias, con datos acumulados de cuatro trimestres. Con respecto al consumo final de las AAPP, se estima que, tras el repunte del primer trimestre del año, esta variable volvió a mostrar un descenso intertrimestral en el período de abril-junio.

También se observaron señales de debilidad durante el segundo trimestre en el caso de la inversión en bienes de equipo, con un descenso apreciable de su tasa interanual, si bien probablemente el crecimiento intertrimestral fue ligeramente positivo (véase gráfico 16). Este comportamiento, que reflejó un empeoramiento de la confianza de los empresarios —tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo—, puede deberse, en parte, al menor empuje que se detectó en el comercio mundial de bienes. La utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera continuó aumentando, si bien todavía se encuentra por debajo de su media histórica. Entre los indicadores cuantitativos, debe destacarse que la producción industrial de estos bienes mantuvo una tasa interanual positiva en el segundo trimestre, pero inferior a la del trimestre anterior, mientras que las importaciones de bienes de equipo descendieron y las matriculaciones de vehículos de carga intensificaron su tasa de caída.

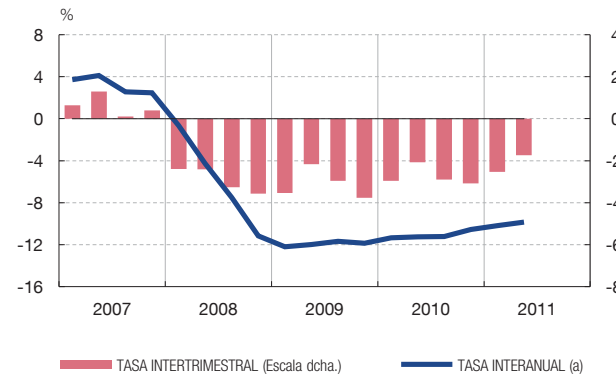
De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la capacidad de financiación de las empresas no financieras volvió a aumentar en el primer trimestre de 2011, hasta alcanzar un 0,9 % del PIB en datos acumulados de cuatro trimestres (0,5 pp más que en 2010). Esta mejora podría obedecer a los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances, y al deseo de algunas compañías de fortalecer su capacidad de autofinanciación, ante las eventuales dificultades para obtener recursos ajenos.

Apenas se apreciaron cambios en la tónica contractiva que ha venido presentando la inversión en construcción en los últimos trimestres, en un marco de continuación de los procesos de ajuste en el segmento residencial y de consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). En los meses más recientes, los indicadores del conjunto del sector relativos tanto a la utilización de consumos intermedios (esto es, el consumo aparente de cemento y el índice de producción industrial de materiales de construcción) como al empleo presentaron retrocesos interanuales más intensos que los del primer trimestre.

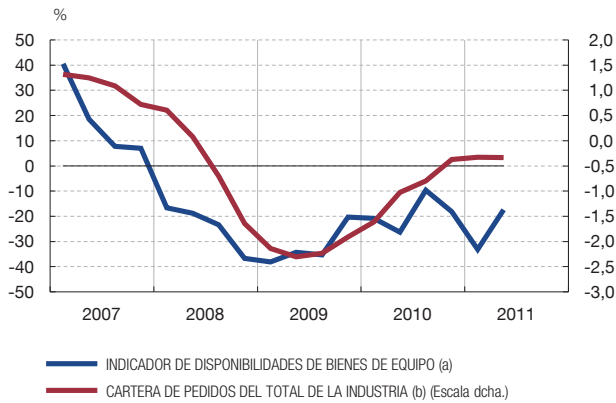
BIENES DE EQUIPO



CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN (a)



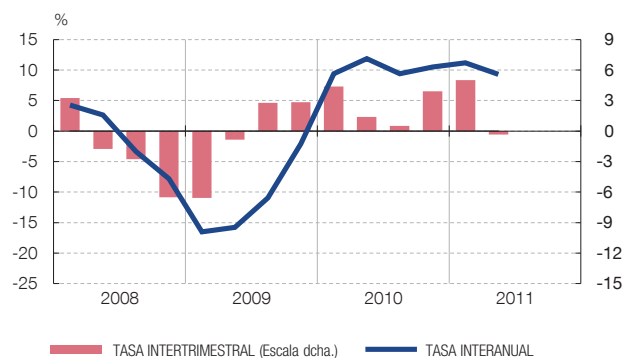
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

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

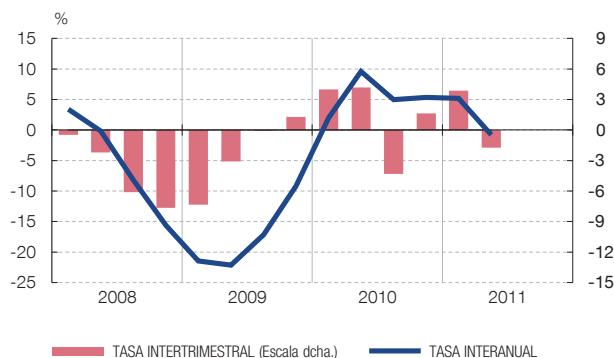
Asimismo, durante el segundo trimestre se mantuvo la percepción negativa de los empresarios del sector acerca de la situación del mismo, a tenor del indicador de opinión obtenido a partir de las encuestas de la Comisión Europea.

Por tipo de obra, se estima que el ritmo de contracción de la inversión residencial en el período de abril-junio continuó siendo intenso en términos tanto interanuales como intertrimestrales, aunque probablemente algo menor que el registrado a principios de año. En los próximos trimestres, cabe esperar que la cifra de viviendas en construcción tienda a estabilizarse. En un contexto en que el número de viviendas iniciadas ha tendido a contraerse en meses recientes, ello sería el resultado de la reducción comparativamente más pronunciada en las viviendas terminadas. Por el lado de la demanda de activos residenciales, los últimos datos disponibles sobre el número de compraventas registradas muestran un descenso significativo en el periodo de abril-mayo en el volumen interanual de transmisiones, que puede estar relacionado con el hecho de que numerosas decisiones de compra se anticiparan a los meses finales de 2010, como consecuencia del cambio en el tratamiento de la adquisición de vivienda en el IRPF a partir del 1 de enero de 2011. Por su parte, la superficie visada en edificación no residencial ha continuado registrando fuertes descensos hasta mayo. Finalmente, la licitación oficial de obra civil siguió cayendo en el período de abril-mayo a ritmos elevados, aunque inferiores a los del primer trimestre.

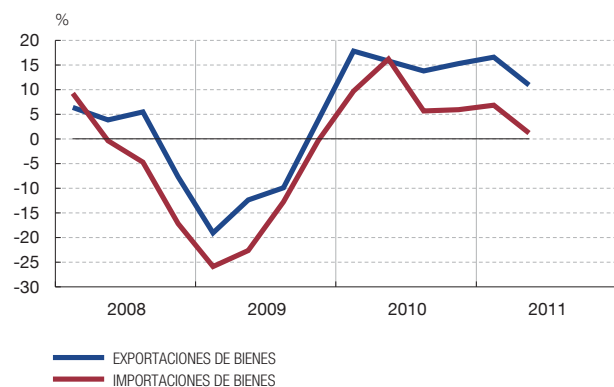
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



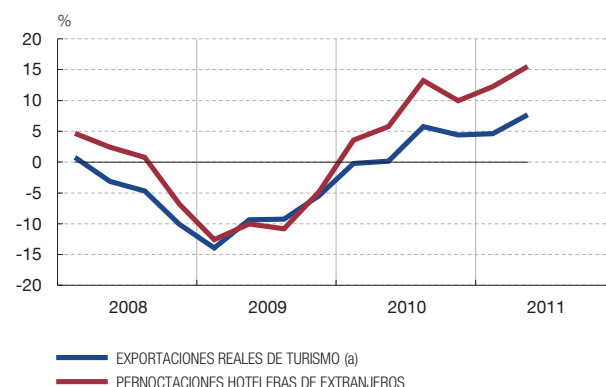
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y 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.

De acuerdo con la última información disponible sobre la demanda exterior neta, su aportación al crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre del año no solo siguió siendo elevada, sino probablemente mayor que en el trimestre anterior. En concreto, se estima que esa contribución habría ascendido a 2,6 pp en términos interanuales y a 0,4 pp en términos intertrimestrales, aproximadamente. Este comportamiento es el resultado de una atenuación del dinamismo de ambas vertientes de los flujos del comercio exterior, más acusado en el caso de las importaciones, cuya evolución en términos interanuales se ha visto condicionada por el repunte que las compras exteriores de bienes experimentaron en el segundo trimestre de 2010, con antelación a la subida de los tipos del IVA (véase gráfico 17). A pesar de la desaceleración observada, el comportamiento de las ventas al exterior siguió siendo muy dinámico, lo que condujo, además, a un aumento en la cuota de las exportaciones españolas en términos reales en la primera mitad del año. La continuación de esta evolución positiva en los próximos meses está sujeta a algunos riesgos, consistentes en que se materialice la posibilidad de que la desaceleración actual de la economía mundial —que, entre otros factores, parece estar relacionada con el impacto negativo que el terremoto en Japón ha causado sobre las cadenas de producción globales— no tenga un carácter meramente transitorio. Por lo que se refiere a las importaciones, su comportamiento refleja, principalmente, la debilidad de la demanda nacional.

Según los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes continuaron creciendo notablemente en el bimestre de abril-mayo. No obstante, la tasa interanual observada —del 10,3 %— supone una desaceleración en comparación con el primer trimestre de 2011, período en el que las ventas de bienes al exterior se incrementaron un 16 %. Por grupos de productos, las exportaciones de bienes de equipo se desaceleraron considerablemente, arrastradas por el comportamiento menos expansivo de las ventas de material de transporte, mientras que las de maquinaria siguieron mostrando un tono favorable. En cuanto a las exportaciones de bienes de consumo, se moderó el ritmo de crecimiento de las ventas de alimentos, posiblemente afectadas por la alerta alimentaria en la UE, y se aceleraron en cierta medida las exportaciones de bienes no alimenticios, apoyadas en el repunte de los automóviles. Además, se produjo un incremento de las exportaciones de bienes intermedios no energéticos, que se sustentó principalmente en los productos minerales y eléctricos. Por áreas geográficas, dentro de las exportaciones destinadas a la UE, destacó el buen comportamiento de las dirigidas al Reino Unido, los nuevos países de la ampliación europea, Francia y Alemania, mientras que, por el contrario, las destinadas a Portugal se ralentizaron significativamente. Entre los destinos del resto del mundo, sobresalió el elevado dinamismo de las exportaciones dirigidas a Estados Unidos, Rusia y China.

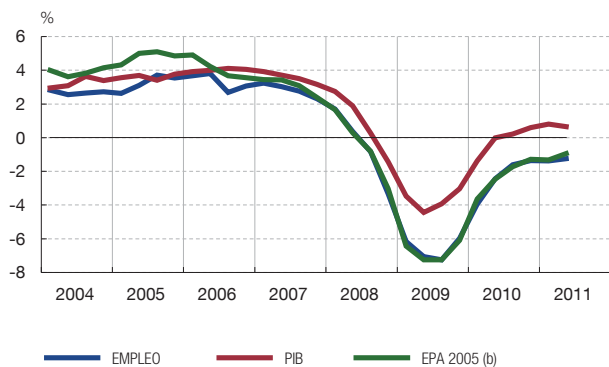
La información disponible acerca de las exportaciones de servicios turísticos apunta a una intensificación de su senda de fuerte recuperación en el segundo trimestre. En concreto, los ritmos de expansión interanual de las entradas de turistas y de las pernoctaciones hoteleras se aceleraron en 7,5 pp y 4,7 pp, respectivamente, hasta el 10,4 % y 15,7 % en el segundo trimestre. Esta evolución tan favorable se explica por la bonanza de la actividad económica en nuestros principales mercados emisores y por los efectos de la inestabilidad geopolítica en el Norte de África y Oriente Próximo, que parece haber impulsado una recomposición de los flujos de turistas hacia España. Por mercados emisores, en el segundo trimestre se ha observado una disminución de los turistas procedentes de Alemania, que se ha visto compensada por la recuperación de los de origen británico y la continuación del tono de fuerte dinamismo de los holandeses y nórdicos. En cuanto al gasto nominal de los turistas, en el segundo trimestre se observó una aceleración en tasa interanual de 10 pp, hasta el 12,6 %, de acuerdo con EGATUR y en línea con el incremento de las entradas de turistas. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos parecen haber retomado una senda expansiva en el segundo trimestre.

En la vertiente importadora, las compras al exterior apenas aumentaron en el período de abril-mayo, de acuerdo con los datos de Aduanas. En concreto, el incremento interanual fue del 0,2 %, frente al 7,1 % en el primer trimestre de 2011. Por grupos de productos, se observó un descenso prácticamente generalizado, con la excepción de las compras de bienes intermedios no energéticos (en principio, muy relacionadas con la actividad industrial y con las exportaciones), que, en todo caso, se desaceleraron. Las caídas más pronunciadas correspondieron a las importaciones de bienes de equipo y, especialmente, de consumo duradero. Las primeras acusaron, principalmente, el retroceso de las compras de maquinaria, mientras que las segundas reflejaron la contracción que continuaron mostrando las importaciones de automóviles. Por último, se estima que las importaciones reales de servicios disminuyeron en términos interanuales en el segundo trimestre de 2010, reflejando una sensible moderación de las compras de servicios tanto turísticos como no turísticos.

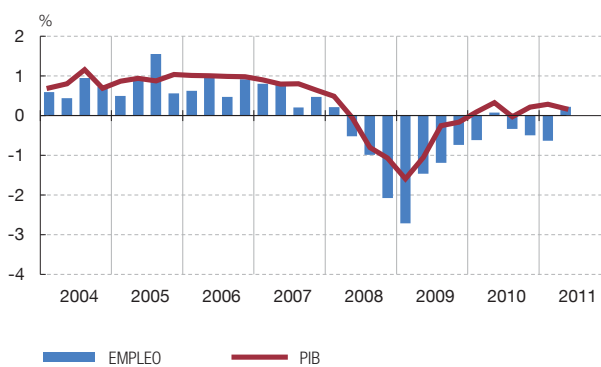
## 4.2 Producción y empleo

Tras el modesto avance de los primeros meses de 2011, se estima que en el segundo trimestre del año se produjo una desaceleración del crecimiento intertrimestral del valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado (véase gráfico 18). Entre las distintas

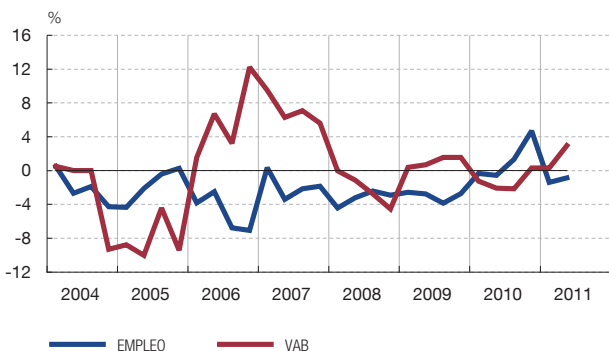
TOTAL ECONOMÍA



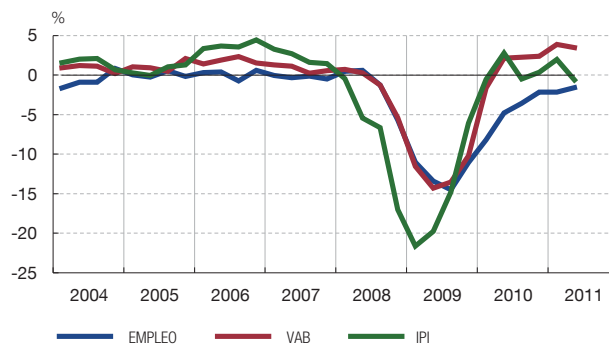
TOTAL ECONOMÍA (c)



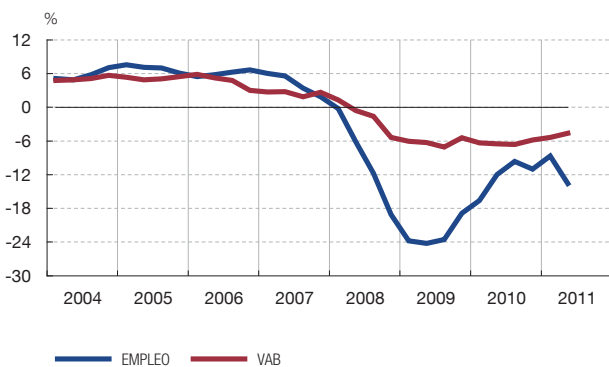
AGRICULTURA



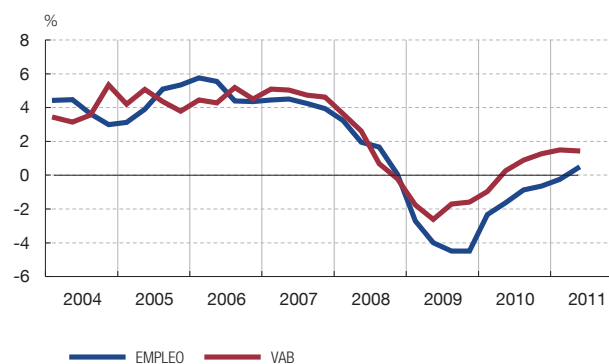
INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



SERVICIOS DE MERCADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
- b 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.

ramas, la industria habría experimentado una moderación, tras el dinamismo mostrado al comienzo del año, mientras que, por el contrario, los servicios de mercado habrían registrado un modesto avance, frente al ligero retroceso del primer trimestre.

La recuperación que la actividad industrial mostró a finales de 2010 y principios de 2011 se ha visto interrumpida en el segundo trimestre del año, a tenor de la información disponible. Esta valoración se sustenta en los datos disponibles de los indicadores de naturaleza tanto cuantitativa como cualitativa. Entre los primeros, el IPI ha experimentado un comportamiento contractivo en los dos primeros meses del trimestre. Esta evolución se encuentra correlacionada con la de la actividad exportadora de las ramas industriales, especialmente las de bienes intermedios, que se habría moderado en ese mismo período, de acuerdo con la información de Aduanas. Por su parte, el número de trabajadores del sector afiliados a la Seguridad Social siguió experimentando un retroceso notable, aunque algo menor que en el primer trimestre. Entre los indicadores cualitativos, el nivel medio del indicador de confianza de la Comisión Europea referido al segundo trimestre fue inferior al del período de enero-marzo, ocurriendo otro tanto con el PMI, que, además, se situó por debajo del nivel de 50, que, en principio, constituye la frontera entre la contracción y la expansión del sector. En julio, el indicador de la Comisión experimentó un retroceso adicional, hasta situarse en niveles similares a los del verano de 2010. Por el contrario, de acuerdo con las encuestas de coyuntura industrial, la valoración de los empresarios de estas ramas acerca de su cartera de pedidos, tanto totales como procedentes del exterior, mejoró marginalmente a lo largo del segundo trimestre, lo que podría apuntar a unas perspectivas algo menos desfavorables al inicio del tercero.

La evolución reciente de los indicadores de los servicios de mercado señala una continuación, en el segundo trimestre, de la pauta de modesto dinamismo que el valor añadido del sector ha mostrado a lo largo de toda la fase de recuperación que se inició hace aproximadamente un año. No obstante, a diferencia de las ramas industriales, la información procedente de los indicadores resulta coherente con un comportamiento más expansivo que al comienzo del año. En concreto, entre los indicadores cualitativos, el PMI experimentó una mejora en el período comprendido entre abril y junio, de modo que ha vuelto a situarse, aunque por estrecho margen, por encima del nivel de 50. La mejora del indicador elaborado por la Comisión Europea revistió mayor intensidad, aunque es posible que este resultado, que se localizó en junio, esté influido por el cambio metodológico en la elaboración del índice que se produjo ese mes. En julio, el indicador de la Comisión experimentó un leve descenso. Entre los indicadores cuantitativos, se intensificó el crecimiento de los afiliados del sector con respecto al primer trimestre, si bien dentro de tasas aún reducidas. Por otro lado, en abril y mayo se prolongó la senda de gradual mejoría del indicador de cifra de negocios del sector servicios, aunque, igualmente, a un ritmo lento. Ello fue resultado de un comportamiento divergente por ramas, destacando el retroceso en el comercio, lastrado por la debilidad del consumo privado, y la recuperación de la actividad hostelera, vinculada con la fortaleza del turismo. Asimismo, las ramas del transporte mostraron un mayor dinamismo.

En el conjunto del mercado de trabajo, la destrucción de empleo continuó en el segundo trimestre a un ritmo solo ligeramente inferior al del primero, a tenor de la información aportada por los indicadores de frecuencia mensual. Así, en el período de abril-junio, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social retrocedió un 1 % respecto al mismo período del año anterior, lo que supone una ralentización de dos décimas en el ritmo de caída con relación a la tasa interanual del trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el ritmo de contracción de la afiliación fue del 0,2 %, frente al 0,1 % del primer trimestre.

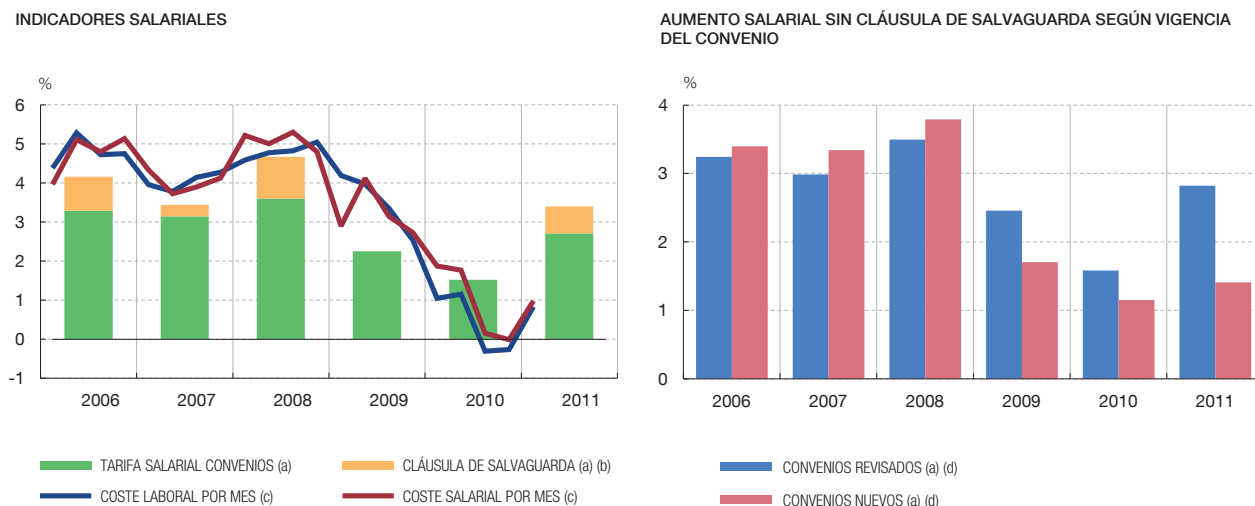
Por su parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) aceleró su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre del año, con un avance del 3,1 % en tasa interanual. Este mayor dinamismo de la contratación, en línea con el comportamiento característico de los meses estivales, se centró en los trabajadores temporales, que han aumentado ligeramente su peso sobre el total de contratos (hasta el 92 %). Por su parte, los contratos indefinidos agudizaron su caída, con una tasa interanual que pasó del -1,8 % al -5 % para el conjunto del segundo trimestre del año, mientras que las conversiones de contratos temporales a indefinidos prolongaron su senda de moderación.

Por su parte, la EPA del segundo trimestre muestra una caída interanual del empleo del 0,9 %, ritmo de destrucción de empleo cuatro décimas inferior al del trimestre anterior. Todos los sectores muestran un comportamiento mejor que el del trimestre precedente, a excepción de la construcción, que intensifica su ritmo de destrucción de empleo. Destaca, entre ellos, el sector servicios, con crecimientos superiores al 1 % tanto en los servicios de mercado como en los de no mercado. Esta mejor evolución estuvo presente tanto en el colectivo de asalariados, que redujeron su ritmo de destrucción de empleo en cuatro décimas, hasta el 0,5 %, como en el de no asalariados, que cayeron un 3,3 %, dos décimas menos que en el primer trimestre. Por nacionalidad, la destrucción de puestos de trabajo se concentró en los trabajadores extranjeros, con un recorte del empleo del 4,5 %, frente al -0,4 % de los trabajadores españoles. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales registraron una tasa de variación interanual positiva (2,1 %), mayor que la del trimestre precedente, al tiempo que el colectivo con empleo indefinido redujo ligeramente su ritmo de caída, hasta un 1,3 %. Como resultado, la ratio de temporalidad aumentó hasta el 25,5 %. Por último, la contratación a tiempo parcial siguió mostrando un fuerte crecimiento (3,6 %), aunque algo menos intenso que en el primer trimestre, mientras que los ocupados a tiempo completo disminuyeron un 1,7 %, cinco décimas menos que el trimestre previo. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 14,1 %, frente al 13,5 % de un año antes.

La población activa avanzó a menor ritmo que en el trimestre anterior (0,1 %, frente al 0,2 % previo), en un entorno de crecimiento nulo de la población mayor de 16 años, por lo que la tasa de actividad repuntó dos décimas respecto del primer trimestre del año, situándose en el 60,1 %. Atendiendo a la desagregación por sexos, la diferencia entre ambos colectivos se acrecentó, ya que los activos femeninos crecieron seis décimas más rápido, hasta el 2,1 %, mientras que la población activa masculina duplicó su ritmo de retroceso, hasta un 1,5 %. Por nacionalidad, se mantuvo el elevado ritmo de descenso tanto de los activos como de la población mayor de 16 años de nacionalidad extranjera. Los primeros se redujeron un 2,2 %, frente al -2,8 % del trimestre previo, y los segundos, un 2 % (-1 % en el trimestre anterior), situándose su tasa de actividad en el 76,7 %. Los activos de nacionalidad española, por su parte, se incrementaron un 0,5 %, y su tasa de actividad repuntó ligeramente, hasta el 57,8 %.

Finalmente, el desempleo disminuyó en 76.500 personas respecto al primer trimestre de 2011, de forma que el número de parados se situó en 4,8 millones. En términos interanuales, el avance del paro se moderó en algo más de dos puntos, hasta una tasa de variación interanual del 4,1 %. Por su parte, la tasa de paro cayó cuatro décimas en el trimestre, hasta alcanzar el 20,9 % de la población activa. Finalmente, la cifra de parados registrados en el SPEE continuó moderando su ritmo de aumento, hasta el 3,2 % interanual, frente al 4,2 % del primer trimestre. No obstante, la disminución en la tasa de crecimiento del número de desempleados ha sido cada vez menor en los trimestres más recientes, lo que confirma, al igual que el resto de indicadores analizados, la lenta mejoría del mercado de trabajo.





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

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

### 4.3 Costes y precios

La subida media de las tarifas salariales acordada para el año 2011 en los convenios registrados hasta el mes de junio ha sido del 2,7 % (véase gráfico 19), lo que supone una moderación de cuatro décimas frente a las tarifas pactadas hasta marzo. No obstante, el incremento pactado sigue siendo elevado, y representa un repunte sustancial con respecto al 1,5 % acordado, en promedio, en 2010, lo que no parece acorde con la situación del mercado laboral. Cabe esperar que, a medida que continúe el avance de la negociación colectiva, la tasa media experimente alguna moderación adicional, al compás de la desaceleración de la inflación y de los posibles efectos positivos de la reforma de la negociación colectiva recientemente aprobada (véase recuadro 4). En este sentido, debe tenerse en cuenta que casi todos los convenios registrados en el período de enero-junio corresponden a revisiones de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores, en los que los incrementos de tarifas están, en gran medida, referenciados al aumento interanual del IPC de diciembre de 2010, que resultó ser elevado. Los convenios de nueva firma en 2011, todavía escasos, muestran un aumento de la tarifa más modesto, del 1,4 %. Por otra parte, el incremento de la inflación a finales del año pasado ha activado las cláusulas de salvaguarda, con un impacto que se estima en unos 0,7 pp. La presencia de estas cláusulas, aunque menor que en años anteriores, es aún importante, pues afecta en torno a un 53 % de los trabajadores (frente al 70 % en diciembre de 2009). A partir de este conjunto de información, junto con una estimación de la deriva salarial, se estima que el ritmo de expansión interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado se situó en el entorno del 2 % en el período de abril-junio de 2011, tasa similar a la del trimestre anterior (véase gráfico 20). Esta trayectoria de los salarios, unida a un crecimiento interanual de la productividad levemente superior al del trimestre previo, conduciría a una pequeña intensificación del descenso de los costes laborales unitarios en la economía de mercado. Por su parte, se estima un descenso de la remuneración por asalariado en las ramas de servicios no de mercado en el entorno del 3 %.



El mercado de trabajo español experimentó una sustancial destrucción de empleo durante la última etapa recesiva, al tiempo que otras variables, como los salarios reales, apenas reaccionaron. El fuerte aumento del desempleo ha estado concentrado en algunos sectores específicos, en particular, en el de la construcción, lo que implica que la salida de la crisis requerirá una profunda reasignación sectorial del empleo y, asimismo, demandará un incremento sustancial de la flexibilidad interna de las empresas para absorber tales flujos de desempleados. Una institución clave a la hora de determinar dicha flexibilidad es el sistema de negociación colectiva, que, en el caso español, ha presentado una serie de deficiencias, que han dificultado la flexibilidad salarial y la reorganización interna de las empresas. Para tratar de resolver estas deficiencias, el Gobierno aprobó el Real Decreto Ley 7/2011, de 10 de junio, de medidas urgentes para la reforma de la negociación colectiva, que posteriormente fue convalidado en el Parlamento, y actualmente se está tramitando como proyecto de ley.

Idealmente, el marco institucional de la negociación colectiva debería permitir alcanzar *dos objetivos* fundamentales [(Bentolila y Jimeno (2002)]<sup>1</sup>. En primer lugar, debe favorecer un crecimiento salarial compatible con una baja tasa de paro en el medio plazo y con la estabilidad macroeconómica en general, para lo cual han de satisfacerse, a su vez, una serie de condiciones, como que los salarios nominales sean coherentes con el objetivo

1. S. Bentolila, y J. F. Jimeno (2002), «La reforma de la negociación colectiva en España», en J. Auriol y E. Manzanera (eds.) *Cuestiones clave de la economía española. Perspectivas anuales, 2001*, Editorial Pirámide y Fundación CENTRA.

de la estabilidad de precios o que los salarios reales evolucionen en línea con la productividad del trabajo e, inversamente, con la tasa de paro. En segundo lugar, las diferencias salariales entre sectores, regiones y niveles de educación han de proporcionar incentivos para la reasignación sectorial del factor trabajo, para una movilidad geográfica que recorte los diferenciales de tasas de paro entre regiones y para la inversión en capital humano. Todo ello redundaría en unos mayores niveles de productividad y, por tanto, de competitividad de la economía española. Sin embargo, existe un amplio consenso sobre la inadecuación del sistema de negociación colectiva que ha estado en vigor en las últimas décadas para la consecución de estos objetivos<sup>2</sup>. Tres son los aspectos fundamentales que dificultan su funcionamiento.

En primer lugar, hay que destacar que, debido al principio de eficacia general automática<sup>3</sup>, el sistema español se caracteriza por un grado de centralización intermedio (a nivel sectorial/provincial) (véase cuadro 1), en el que los convenios de empresa son menos frecuentes que en la mayoría de los países de nuestro entorno para todos los estratos de tamaño. Este nivel de centralización es

2. Para un análisis más profundo de estas cuestiones, véase S. Bentolila, M. Izquierdo y J. F. Jimeno (2010), «Negociación colectiva: la gran reforma pendiente», *Papeles de Economía Española*, n.º 124.

3. En virtud de este principio, se extiende la cobertura de lo pactado en los convenios de ámbito superior a todas las empresas del ámbito de la negociación, con independencia de que hayan participado o no en la misma. Si bien la legislación contempla la existencia de cláusulas de descuelgue respecto de dichos convenios, en la práctica su aplicación es muy poco frecuente —aunque la última reforma laboral flexibilizó su uso—.

PORCENTAJE DE TRABAJADORES CUBIERTOS POR ÁMBITO DE NEGOCIACIÓN COLECTIVA (a)

CUADRO 1

	DE EMPRESA	DE OTRO ÁMBITO			
		Total	Provincial	Autonómico	Nacional
Promedio 1990-1999	13,3	86,7	54,0	6,2	26,5
2000	12,3	87,7	54,4	8,1	25,2
2001	11,7	88,3	54,4	9,3	24,6
2002	11,5	88,5	54,8	9,5	24,2
2003	11,5	88,5	54,4	10,4	23,6
2004	10,8	89,2	54,7	10,2	24,4
2005	11,6	88,4	53,0	10,0	25,3
2006	12,1	87,9	52,7	9,8	25,4
2007	12,1	87,9	53,1	9,0	25,8
2008	11,3	88,7	53,2	8,4	27,1
2009	10,9	89,1	53,4	8,9	26,8
2010	8,0	92,0	55,0	6,5	30,4
2011	7,5	92,5	63,0	5,2	24,3

FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a La información correspondiente al año 2010 se refiere a los convenios colectivos registrados hasta mayo de 2011, y la correspondiente a 2011, a los registrados hasta junio de este último año.

el que, de acuerdo con la literatura, produce los peores resultados en términos de desempleo y presión salarial. Esto último se ilustra en el cuadro 2, donde puede verse que tanto el aumento salarial pactado inicialmente como el impacto de la cláusula de salvaguarda fueron, en general, inferiores en los convenios de empresa que en los de otro ámbito en el período de 2003-2010. En segundo lugar, la presencia del principio de ultraactividad, que prorroga los aspectos normativos del convenio vencido si no se llega a un acuerdo para su renovación, dificulta los cambios en los convenios y perpetúa algunas cláusulas acordadas que se consideran derechos adquiridos, lo que introduce una gran inercia en la determinación de las condiciones de trabajo, que hace muy difícil modificar en la práctica los términos pactados en el pasado. En tercer lugar, hay que citar la elevada duración media de los convenios colectivos, de cerca de tres años, en los que los salarios se suelen ajustar de acuerdo con la trayectoria de la inflación (afectan en torno a un 70 % de los trabajadores). Como resultado de todas estas características, el sistema incorpora una elevada rigidez de los salarios reales, así como una escasa sensibilidad tanto a la situación del mercado laboral (aproximada por la tasa de desempleo) como a la evolución de la productividad sectorial, como se puede apreciar en el cuadro 3.

Con el objeto de mejorar las posibilidades de flexibilidad interna de las empresas y propiciar una estructuración de la negociación más cercana a la empresa, el Gobierno aprobó en junio la reforma de la negociación colectiva. Entre las medidas adoptadas, hay que destacar, principalmente, dos. En primer lugar, se establece que las condiciones pactadas en los convenios de empresa tienen prioridad con respecto a los convenios de ámbito superior en una lista amplia de materias, incluidos los salarios. Se avanza en la

deseable convergencia hacia un modelo más descentralizado de negociación colectiva, aunque el progreso efectivo queda condicionado a que no acuerden lo contrario los representantes de los trabajadores y los de los empresarios a nivel superior al de la empresa. Mientras esto no ocurra, se abre la posibilidad para que aquellas compañías que así lo precisen firmen convenios de empresa que se ajusten mejor a sus necesidades, los cuales mantendrían su prevalencia frente a los convenios de ámbito superior. Dados los costes asociados a la negociación de un convenio, es posible que esta opción sea más relevante para las empresas más grandes. Las pequeñas y medianas, no obstante, podrán recurrir al descuelgue del convenio de ámbito superior en materia salarial, lo que tan solo requiere el mero acuerdo entre empresarios y trabajadores. Y, en este sentido, el Real Decreto flexibiliza algo más las causas que justifican el descuelgue salarial, al añadir como causa la disminución persistente del nivel de ingresos.

En segundo lugar, el real decreto introduce modificaciones relevantes en el ámbito de la vigencia de los convenios, con el objeto de mitigar los problemas asociados al principio de ultraactividad. En concreto, se establece que los convenios colectivos deberán incluir entre sus contenidos mínimos los plazos máximos de denuncia, inicio y finalización de la negociación. En ausencia de pacto, el plazo mínimo de denuncia se fija en tres meses antes del vencimiento; el plazo máximo para el inicio de la negociación, en un mes y para la duración de la negociación, en ocho meses, si la vigencia del convenio es inferior a dos años, o en catorce meses, en el resto de los casos. Además, para facilitar la conclusión de acuerdos, el convenio también debe incluir la obligatoriedad de adoptar los mecanismos de resolución de disputas, acordados en los acuerdos interprofesionales

## CONVENIOS COLECTIVOS DE TRABAJO (a)

## CUADRO 2

	AUMENTO SALARIAL PACTADO En porcentaje							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
TOTAL	3,48	3,01	3,17	3,29	3,14	3,60	2,25	1,52
De empresa	2,70	2,61	2,94	2,92	2,70	3,09	2,17	1,27
De otro ámbito	3,58	3,06	3,19	3,34	3,20	3,65	2,26	1,54
	AUMENTO SALARIAL REVISADO En porcentaje							
TOTAL	3,68	3,60	4,04	3,59	4,21	3,60	2,24	2,21
De empresa	2,94	3,14	3,61	3,15	3,57	3,09	2,17	1,77
De otro ámbito	3,77	3,65	4,09	3,65	4,28	3,65	2,25	2,24
	CLÁUSULA DE SALVAGUARDA En puntos porcentuales							
TOTAL	0,20	0,59	0,87	0,30	1,07	0,00	-0,01	0,69
De empresa	0,24	0,53	0,67	0,23	0,87	0,00	0,00	0,50
De otro ámbito	0,19	0,59	0,90	0,31	1,08	0,00	-0,01	0,70

FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Datos provisionales para 2010, con información hasta junio de 2011.

de ámbito estatal o de Comunidad Autónoma y que actuarán una vez agotados los plazos sin alcanzar un acuerdo.

En este sentido, hay que destacar que, dentro de dichos mecanismos, los agentes sociales tienen que especificar los procedimientos para el desarrollo del arbitraje y, en particular, el carácter obligatorio o voluntario del mismo —en defecto de pacto, se supone obligatorio—. Además, se establece un período transitorio (hasta el 30 de junio de 2012), durante el cual la adopción del arbitraje será obligatoria para aquellos convenios que hayan agotado los plazos máximos de negociación, período durante el cual los agentes sociales deberán negociar los mecanismos de resolución de conflictos que prevalecerán en cada ámbito de negociación. De este modo, se abre también otra ventana de oportunidad, que permitirá desbloquear los numerosos convenios vencidos que se encuentran actualmente bloqueados. Por último, y como medida paliativa para mejorar la flexibilidad interna de la empresa mientras se negocia un nuevo convenio, se permite

la posibilidad de adoptar acuerdos parciales para modificar algunos de los contenidos del convenio vencido y denunciado, con el fin de adaptarlos a las condiciones corrientes de la empresa. No obstante todo lo anterior, aunque todas estas medidas suponen un avance frente a la situación previa en términos de la vigencia del convenio, hay que destacar que el principio de ultraactividad se mantiene, puesto que, una vez agotados todos los plazos, el convenio no decae, sino que permanece vigente.

En resumen, el Real Decreto abre la puerta a cambios significativos en el sistema de negociación colectiva, cuya materialización, sin embargo, dependerá de la voluntad de los agentes sociales. Para mitigar esta incertidumbre, sería deseable profundizar en algunos de los aspectos más positivos del Real Decreto durante su trámite parlamentario. Hay que señalar, no obstante, que la reforma no incorpora ninguna novedad en materia de indicación salarial, pese a su relevancia.

IMPACTO DE LA INFLACIÓN Y DE LAS CONDICIONES CÍCLICAS SOBRE LOS INCREMENTOS SALARIALES NEGOCIADOS (a)

CUADRO 3

Variable dependiente: incremento salarial negociado VARIABLES EXPLICATIVAS	CONVENIOS REVISADOS		CONVENIOS DE NUEVA FIRMA	
	Coefficiente	t-estadístico	Coefficiente	t-estadístico
Desviación de la inflación positiva en t-1	0,94	108,6	1,13	148,9
Desviación de la inflación negativa en t-1	-0,19	-3,0	-0,35	-4,6
Variación de la tasa de desempleo en t-1	0,01	1,4	-0,24	-34,3
Variación de la productividad sectorial en t-1	0,004	1,6	0,003	1,1
Constante	2,66	30,8	2,38	29,6
Observaciones	37.256		52.570	
Coefficiente de determinación ajustado	0,29		0,33	

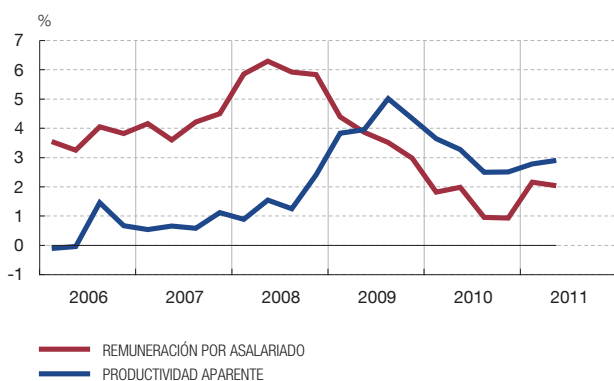
FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a Las regresiones incluyen variables artificiales de sector de actividad (dos dígitos CNAE-93), ámbito de negociación y presencia de cláusula de salvaguarda.

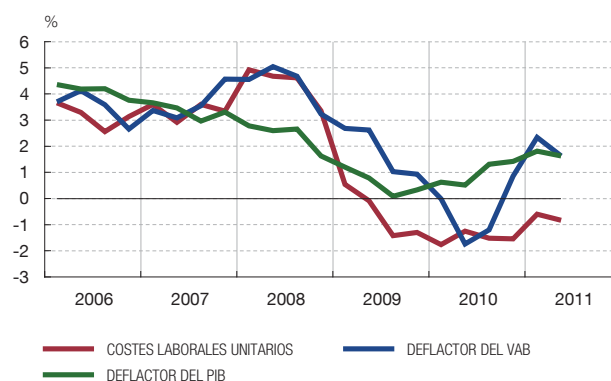
En el segundo trimestre de 2011, los deflatores de la demanda continuaron registrando crecimientos interanuales elevados, si bien tendieron a moderarse. Esta ligera ralentización de los deflatores respondió al comportamiento de los precios de producción interior —medidos por el deflador del PIB—, pero, sobre todo, a la evolución de los precios de los bienes importados, que experimentaron una desaceleración sustancial.

A lo largo del segundo trimestre de 2011, los principales indicadores de precios de consumo quebraron la tendencia alcista que venían registrando en los meses anteriores. Así, la variación interanual del IPC en junio fue del 3,2 %, seis décimas por debajo de la cifra de abril (véase gráfico 21). Esta trayectoria descendente se explica en gran medida por la evolución del componente energético, cuya tasa interanual en junio fue del 15,4 %, 3,5 pp por debajo de la de marzo. No obstante, esta desaceleración se debe al elevado nivel de precios de este componente observado un año antes, en un contexto en que, por otro lado, el encarecimiento del petróleo en los mercados internacionales ha contribuido a mantener en niveles elevados los precios de los carburantes y de otros

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

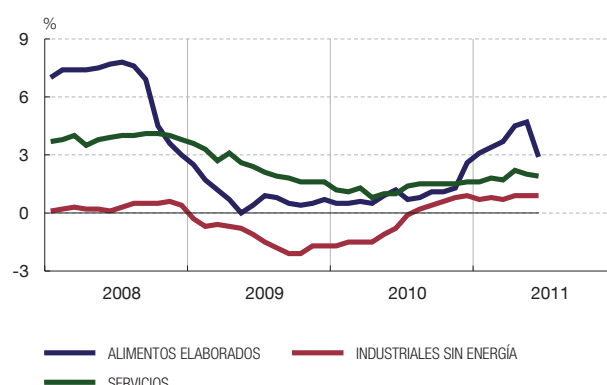
a Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

INDICADORES DE PRECIOS (a)  
España

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



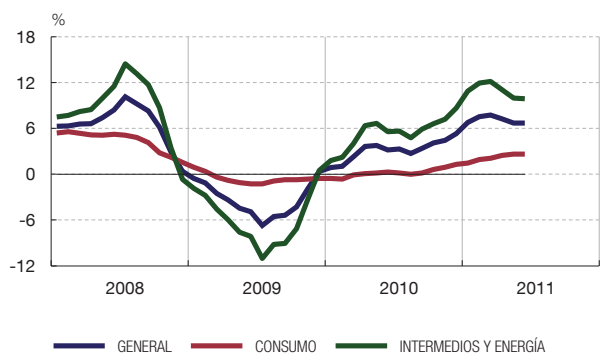
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

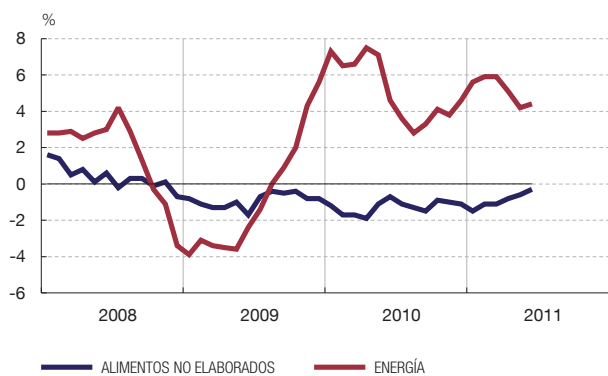
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



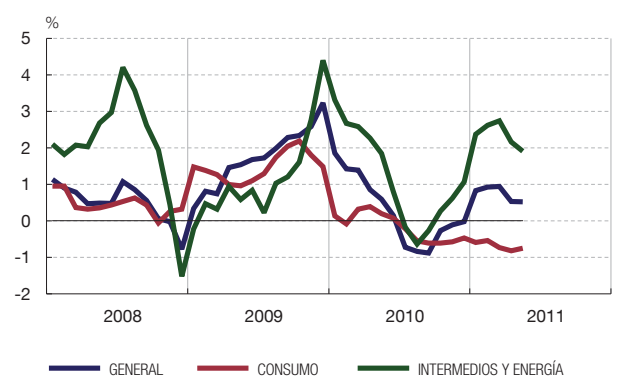
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

combustibles líquidos, como el gasóleo de calefacción. La variación interanual del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— se situó en junio en el 1,7 %, la misma cifra que en marzo. Sin embargo, esta estabilidad es el resultado de comportamientos diferenciados de sus principales componentes. Por un lado, los precios de los alimentos elaborados moderaron sustancialmente su comportamiento inflacionista, al beneficiarse de forma notable de los descensos de los precios del tabaco en junio (que se han visto revertidos posteriormente en julio). Por otro lado, los precios de los bienes industriales no energéticos —en un contexto de mayores precios de producción de este tipo de bienes— mostraron una evolución algo menos moderada, al igual que los de los servicios. En cualquier caso, si, como aproximación a las presiones inflacionistas sobre los precios de consumo, se excluyera del IPSEBENE el impacto —en principio, transitorio— de los aumentos de los tipos del IVA y del precio del tabaco en julio y diciembre del pasado año, la evolución de precios resultante sería moderada, con un crecimiento de un 1,1 % en junio. El indicador adelantado del IPC mostró una reducción adicional de la inflación en julio hasta el 3,1 %, una décima menos que en el mes anterior.

En términos del IAPC, la inflación en España se moderó también en tres décimas a lo largo del segundo trimestre, hasta el 3 %. Esta evolución contrasta con el comportamiento estable de esta variable en el área del euro, lo que se tradujo en una reducción del diferencial

entre marzo y junio en esa misma cuantía de tres décimas, hasta 0,3 pp (véase gráfico 22). Por componentes, el aumento de los precios energéticos en España continuó siendo superior al de la UEM, situándose el diferencial en 4,4 pp, lo que, no obstante, supone una reducción de 1,5 pp con respecto a marzo. Por el contrario, los diferenciales en términos de servicios y de bienes no energéticos, que fueron negativos en cuantías respectivas de -0,2 pp y -0,1 pp, lo serían en una magnitud aún mayor si se ajustasen por el efecto de los cambios impositivos. Por último, los aumentos de los precios de los alimentos en España fueron igualmente algo inferiores a los de la zona del euro. De acuerdo con los respectivos indicadores adelantados del IAPC para julio, el diferencial se habría ampliado en dos décimas, hasta medio punto porcentual, dado que la inflación habría permanecido en España en el 3 %, mientras que, en el conjunto del área del euro, se habría reducido en dos décimas, hasta el 2,5 %.

El índice de precios industriales registró, igualmente, una cierta desaceleración a lo largo del segundo trimestre, al disminuir su ritmo de variación interanual en algo más de 1 pp entre marzo y junio, hasta el 6,7 %. La desaceleración fue reflejo de los menores ritmos de crecimiento de los precios de los productos energéticos, como consecuencia de la evolución del precio del crudo, y de los bienes intermedios, si bien las tasas de avance son todavía muy elevadas en ambos casos. Por el contrario, ha continuado el proceso de aceleración de los precios industriales de los bienes de consumo que comenzó hace casi un año. El diferencial de los precios industriales entre España y la zona del euro disminuyó en cuatro décimas entre marzo y mayo, como consecuencia del menor crecimiento relativo de los precios energéticos españoles. La evolución de los precios en las fases iniciales de la cadena de producción apunta a un cierto debilitamiento de las presiones inflacionistas, que, además, se ve corroborado por la senda mostrada por los índices de precios de importación, cuya tasa interanual ha experimentado, desde el comienzo del año, una pronunciada desaceleración, que afecta a todos sus componentes. En la vertiente exportadora, los precios industriales también se han ralentizado en meses recientes. En ambos casos, los ritmos de variación de los precios de los productos energéticos continuaron siendo muy elevados.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

La última información estadística disponible relativa al conjunto del sector de las AAPP se refiere al primer trimestre de 2011. No obstante, se dispone de información mensual más reciente, referida a la ejecución presupuestaria de los subsectores Estado y Seguridad Social hasta junio y mayo, respectivamente.

En el período comprendido entre enero y junio, el Estado registró un déficit acumulado de 24,1 mm de euros, de acuerdo con la información disponible acerca de la ejecución presupuestaria, según la metodología de la Contabilidad Nacional. Este saldo negativo es inferior en 5,7 mm de euros al observado en el mismo período de 2010. En términos de caja, el déficit del Estado en los seis primeros meses del año fue de 23,5 mm de euros, lo que supone una reducción del 24 % con relación al registrado un año antes (véase cuadro 4). En su conjunto, los pagos presentaron una caída del 19,7 %, tasa que, en términos generales, resulta coherente con el objetivo establecido para el conjunto del año. El descenso observado responde, en su mayor parte, al recorte en las transferencias, como consecuencia de la aplicación del nuevo sistema de financiación autonómica. Respecto al resto de partidas, tanto los gastos de personal como los pagos de capital evolucionaron en el primer semestre en línea con lo presupuestado, mientras que, en el caso de las compras, el cumplimiento del objetivo presupuestario para el conjunto del año requiere una aceleración de su tasa de caída en el segundo semestre. Además, por lo que respecta al pago de intereses, es muy probable que la disminución observada en la primera mitad del año en términos de

Millones de euros y en porcentaje

	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación ene-mar. Variación porcentual 2010/2009	Liquidación		
						2010 ene-jun	2011 ene-jun	Variación porcentual
						1	2	3
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	127.337	24,8	106.020	-16,7	-16,2	55.386	45.688	-17,5
Impuestos directos	59.262	9,5	55.239	-6,8	-20,4	24.383	19.540	-19,9
IRPF	39.326	29,2	35.494	-9,7	-19,4	17.762	13.776	-22,4
Sociedades	16.198	-19,8	16.008	-1,2	-42,7	4.746	4.006	-15,6
Otros (a)	3.738	7,5	3.737	-0,0	-16,4	1.875	1.759	-6,2
Impuestos indirectos	51.825	80,8	36.142	-30,3	-17,3	24.433	19.271	-21,1
IVA	38.486	143,8	24.968	-35,1	-14,1	17.926	14.709	-17,9
Especiales	10.338	1,9	8.179	-20,9	-40,5	5.068	3.080	-39,2
Otros (b)	3.001	9,5	2.995	-0,2	7,5	1.439	1.482	3,0
Otros ingresos	16.251	-15,7	14.639	-9,9	3,0	6.570	6.877	4,7
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	179.572	-5,1	150.056	-16,4	-24,2	86.180	69.183	-19,7
Personal	26.975	1,5	26.982	0,0	0,8	13.508	13.574	0,5
Compras	4.632	-4,7	3.384	-26,9	-10,4	1.941	1.776	-8,5
Intereses	19.638	11,3	27.421	39,6	-23,2	9.116	8.931	-2,0
Transferencias corrientes	104.656	-6,9	74.598	-28,7	-30,3	49.698	36.895	-25,8
Inversiones reales	8.782	-16,1	5.793	-34,0	-25,3	4.604	3.371	-26,8
Transferencias de capital	14.890	-14,2	9.208	-38,2	-25,7	7.314	4.637	-36,6
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	-52.235	—	-44.036	—	—	-30.794	-23.496	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
<b>TOTAL</b>	<b>135.862</b>	<b>16,3</b>	<b>141.538</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>64.604</b>	<b>68.472</b>	<b>6,0</b>
IRPF	66.977	4,9	71.761	7,1	2,4	30.337	32.297	6,5
IVA	49.079	46,2	48.952	-0,3	8,0	24.473	26.774	9,4
Imp. especiales	19.806	2,4	20.825	5,1	-2,8	9.794	9.401	-4,0

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.

caja comience a revertir en los próximos meses, de modo que la tasa para el conjunto de 2011 tendería a aproximarse a la estimación presupuestaria de un crecimiento cercano al 40 %. En este sentido, los pagos por intereses calculados con la metodología de la Contabilidad Nacional han presentado tasas muy abultadas recientemente, por lo que han continuado ganando peso en el total del gasto (hasta el entorno del 15 % en el conjunto del primer semestre, frente a menos del 10 % en el mismo período de 2010).

En términos de la recaudación total, que incluye la obtenida tanto por el Estado como por las Administraciones Territoriales (AATT), destaca el buen comportamiento de la correspondiente al IVA, que mostró una tasa de crecimiento del 9,4 %, lo que, en gran medida, se debió al efecto de la subida de los tipos en julio de 2010. Asimismo, el IRPF creció un 6,5 %, tasa coherente con el incremento del 7,1 % presupuestado para el conjunto del año. Por su parte, tanto la recaudación por impuesto de sociedades como la correspondiente a los impuestos especiales mostraron una notable debilidad, con tasas acumuladas del -15,6 % y -4 %, respectivamente.

**COMUNIDADES AUTÓNOMAS. EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA**
**CUADRO 5**

Millones de euros y porcentaje

	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010 (a)	Liquidación		
					2010 ene-mar	2011 ene-mar	Variación porcentual (b)
	1	2	3	4 = 3/1	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	134.318	-11,0	138.627	3,2	—	29.536	-2,2
Impuestos corrientes	127.134	-10,9	130.110	2,3	—	28.845	-1,4
Impuestos directos	29.477	-21,3	40.995	39,1	—	10.178	42,5
Impuestos indirectos	33.730	-13,2	51.512	52,7	—	11.983	45,0
Tasas, precios y otros ingresos	5.551	8,0	4.972	-10,4	—	1.087	-19,4
Transferencias corrientes	57.962	-4,7	32.097	-44,6	—	5.456	-56,2
Ingresos patrimoniales	413	-12,4	535	29,4	—	140	151,5
Ingresos de capital	7.184	-12,5	8.517	18,6	—	691	-27,2
Enajenación de inversiones reales	287	-16,0	1.760	513,6	—	52	8,0
Transferencias de capital	6.897	-12,4	6.756	-2,0	—	639	-29,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	157.183	-6,9	155.544	-1,0	—	34.531	5,4
Pagos corrientes	134.812	-4,8	131.889	-2,2	—	31.481	5,6
Gastos de personal	58.795	-2,0	56.873	-3,3	—	12.719	-3,3
Gastos corrientes en bienes y servicios	28.011	-7,8	27.421	-2,1	—	6.867	22,8
Gastos financieros	2.999	14,8	4.195	39,9	—	932	75,6
Transferencias corrientes	45.007	-7,4	43.173	-4,1	—	10.962	3,9
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	228	—	—	—	—
Pagos de capital	22.371	-17,9	23.655	5,7	—	3.050	4,2
Inversiones reales	9.685	-22,9	10.580	9,2	—	1.524	11,3
Transferencias de capital	12.686	-13,6	13.074	3,1	—	1.526	-2,0
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b>	-22.866	—	-16.917	-26,0	—	-4.995	—

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

- a Los datos del presupuesto inicial de 2011 se han obtenido considerando los créditos iniciales del presupuesto de 2010 de Baleares y Cataluña, ya que los han prorrogado.
- b Estas tasas son las publicadas por el Ministerio de Economía y Hacienda, que no ha presentado el nivel correspondiente al primer trimestre de 2010.

**SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL. EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA**
**CUADRO 6**

Millones de euros y porcentaje

	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación		
					2010 ene-may	2011 ene-may	Variación porcentual 2011/2010
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	119.481	-3,4	123.405	3,3	49.495	49.398	-0,2
Cotizaciones sociales	108.358	-4,4	111.778	3,2	44.487	44.047	-1,0
Transferencias corrientes	8.357	12,3	8.154	-2,4	3.834	4.029	5,1
Otros ingresos	2.765	-6,7	3.473	25,6	1.174	1.322	12,6
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	116.601	1,9	118.826	1,9	40.680	41.850	2,9
Personal	2.483	1,2	2.378	-4,2	947	916	-3,3
Compras	2.032	1,9	1.719	-15,4	561	602	7,5
Transferencias corrientes	111.557	1,9	114.279	2,4	39.109	40.281	3,0
Pensiones contributivas	95.320	2,1	99.090	4,0	33.573	35.271	5,1
Incapacidad temporal	7.373	-9,5	7.009	-4,9	1.871	1.614	-13,7
Resto	8.864	11,0	8.181	-7,7	3.664	3.396	-7,3
Otros gastos	529	-6,1	450	-15,0	64	50	-21,9
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b>	2.880	—	4.579	—	8.814	7.548	—

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



Millones de euros

		Enero-mayo		Tasa de variación
		2010	2011	2011/2010 (b)
INGRESOS	Cuenta corriente	130.845	146.089	11,7
	Mercancías	75.155	90.272	20,1
	Servicios	34.703	36.516	5,2
	Turismo	12.738	13.943	9,5
	Otros servicios	21.965	22.573	2,8
	Rentas	15.504	13.557	-12,6
	Transferencias corrientes	5.482	5.743	4,8
	Cuenta de capital	4.142	2.898	-30,0
	Cuentas corriente + capital	134.987	148.987	10,4
PAGOS	Cuenta corriente	156.850	170.160	8,5
	Mercancías	94.801	108.420	14,4
	Servicios	26.556	26.329	-0,9
	Turismo	4.206	4.160	-1,1
	Otros servicios	22.350	22.169	-0,8
	Rentas	24.752	24.706	-0,2
	Transferencias corrientes	10.741	10.705	-0,3
	Cuenta de capital	658	493	-25,0
	Cuentas corriente + capital	157.508	170.653	8,3
SALDOS	Cuenta corriente	-26.005	-24.071	1.934,8
	Mercancías	-19.646	-18.148	1.497,8
	Servicios	8.147	10.188	2.040,5
	Turismo	8.532	9.783	1.251,1
	Otros servicios	-385	404	789,4
	Rentas	-9.248	-11.149	-1.900,6
	Transferencias corrientes	-5.258	-4.961	297,0
	Cuenta de capital	3.484	2.404	-1.079,6
	Cuentas corriente + capital	-22.521	-21.666	855,2

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

En el caso de las CCAA, los datos de ejecución del primer trimestre de 2011 muestran un saldo negativo del 0,5 % del PIB (véase cuadro 5), cifra que contrasta con la previsión presupuestaria de reducción del déficit para el conjunto del año en 1,5 pp, hasta el 1,3 % del PIB.

En relación con el Sistema de Seguridad Social, los últimos datos de ejecución disponibles son los correspondientes a mayo de 2011 (véase cuadro 6). En términos acumulados desde el inicio del ejercicio, el Sistema registró un superávit no financiero de 7,5 mm de euros, lo que supone una reducción de 1,3 mm de euros en comparación con el saldo acumulado hasta mayo del pasado año. Por el lado de los ingresos, la recaudación por cotizaciones sociales cayó un 1 %, por el descenso de las afiliaciones a la Seguridad Social. Por su parte, los gastos registraron un aumento del 2,9 %, debido al alza del componente de pensiones contributivas en un 5,1 %, parcialmente compensada por la reducción del resto de transferencias corrientes.

Por lo que respecta al Servicio Público de Empleo Estatal, los datos disponibles hasta el mes de mayo apuntan a una caída en los pagos por prestaciones de desempleo a una tasa del -8,6 %. Ello supone una acentuación de la caída con respecto a la observada en el primer trimestre, lo que está en consonancia con la disminución en el número de beneficiarios del sistema de protección por desempleo.

#### 4.5 La balanza de pagos

Durante los cinco primeros meses de 2011, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 21,7 mm de euros, un 3,8 % inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 7). Esta disminución es atribuible a la reducción del saldo negativo por cuenta corriente, en tanto que se produjo una disminución del superávit de la cuenta de capital. A su vez, el descenso del desequilibrio por cuenta corriente se explica principalmente por la ampliación del superávit de servicios y la reducción del déficit de la balanza comercial, aunque también contribuyó a ello la disminución del saldo negativo de transferencias corrientes. Por el contrario, el déficit de rentas registró una ampliación.

En concreto, el saldo negativo de la balanza comercial disminuyó un 7,6 % en los cinco primeros meses del año, hasta situarse en 18,1 mm de euros. Ello fue el resultado de la evolución contrapuesta del déficit no energético, que experimentó un descenso sustancial, y energético, afectado por el incremento de la factura energética. El superávit de la balanza de servicios aumentó un 25 %, hasta 10,2 mm de euros, como reflejo del ascenso del superávit de turismo y, en menor medida, de la mejora del saldo de los servicios no turísticos, que pasó a ser superavitario. En sentido contrario, el saldo negativo de la balanza de rentas se amplió un 21 %, hasta 11,1 mm de euros. Por su parte, el déficit de la balanza de transferencias corrientes fue de 5 mm de euros, tras disminuir un 6 %. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital cayó un 30 %, hasta 2,4 mm de euros.

## 5 EVOLUCIÓN FINANCIERA

### 5.1 Rasgos más destacados

Durante el segundo trimestre de 2011, la evolución financiera de la economía española estuvo condicionada por el rebrote de las tensiones en los mercados de deuda soberana europea, desencadenadas por las dudas de los inversores sobre la sostenibilidad del endeudamiento público griego. Una vez más, la incertidumbre se contagió a otras economías del área del euro y, en particular, a la nuestra, provocando un repunte de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por las AAPP como por el sector privado, y caídas de los índices bursátiles. Estas tendencias se acentuaron a lo largo de julio, a raíz de las discusiones abiertas en torno a la aprobación de un segundo paquete de ayuda financiera a Grecia. Las tensiones se relajaron tras las decisiones adoptadas por los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro en su reunión del día 21 de ese mismo mes (véase recuadro 2), si bien repuntaron con posterioridad.

En este contexto, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años aumentó durante el segundo trimestre en 37 pb, mientras que la de la referencia alemana al mismo plazo, que es utilizada habitualmente como valor refugio durante los períodos de mayor incertidumbre, se redujo en casi 40 pb. Como resultado, se amplió en 64 pb el diferencial de tipos de interés entre ambos bonos, que se situaba, a finales de junio, próximo a los 250 pb. Las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado también se elevaron, especialmente las de las empresas financieras. Asimismo, las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario mantuvieron una trayectoria ascendente. En concreto, el EURIBOR a doce meses subió 17 pb entre marzo y junio, hasta situarse en el 2,16 %. Por otra parte, en los mercados bursátiles las cotizaciones descendieron y aumentó la volatilidad. El IBEX 35 registró una caída del 2 % con respecto a los niveles de finales del primer trimestre, retroceso similar al del EUROSTOXX 50 (2,1 %), y algo mayor que el del S&P 500 (0,4 %). De este modo, el índice español acumulaba en junio una revalorización del 5,1 %, superior a la del europeo (2 %) y similar a la del estadounidense (5 %) (véase gráfico 23).

Durante los primeros días de julio, la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana incidió de forma especialmente acusada sobre España. Así, el diferencial entre la rentabilidad de la deuda pública española a diez años y la de la referencia alemana al mismo plazo llegó a situarse en el entorno de los 370 pb. A la fecha de cierre de este informe, sin embargo, había seguido aumentando y se situaba próximo a los 400 pb. En los mercados de capitales las cotizaciones bursátiles experimentaron vaivenes igualmente notables, que situaron al IBEX 35 un 8,3 % por debajo de su valor a comienzos de año.

En el mercado inmobiliario, el ritmo de descenso del precio de la vivienda libre se aceleró nuevamente durante el segundo trimestre de 2011, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de la Vivienda. Así, la tasa de disminución interanual se situó en junio en el 5,2 %, frente al retroceso del 4,7 % de marzo. Desde finales de 2007, acumula una caída próxima al 17 %, que, en términos reales, alcanza el 22 %.

El coste de la financiación bancaria a empresas y familias aumentó entre marzo y mayo (última información disponible). (Véase gráfico 23). Este ascenso resultó básicamente del incremento de los costes de los fondos de referencia, ya que los diferenciales aplicados sobre estos por las entidades apenas variaron. También se elevó en estos meses el coste de financiación de las sociedades no financieras mediante recursos propios y

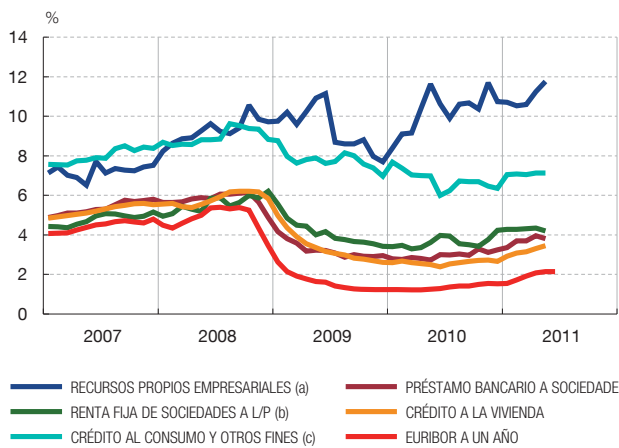
ÍNDICES BURSÁTILES



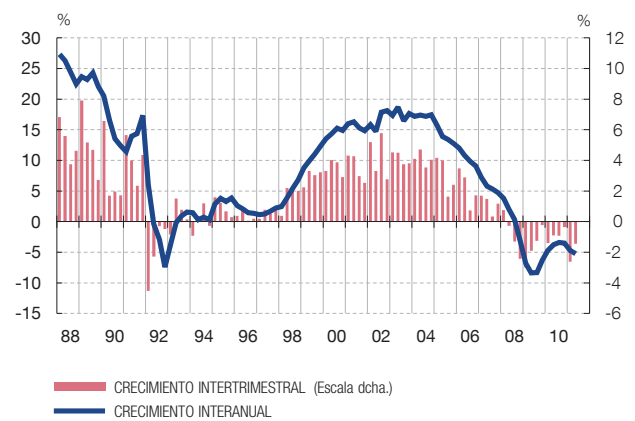
DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



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

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

valores a corto plazo. Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) de julio, a pesar de las tensiones registradas en los mercados financieros en el segundo trimestre, los criterios de concesión de créditos a empresas se mantuvieron estables durante este período, evolución que está en línea con lo que habían anticipado las entidades tres meses antes<sup>1</sup>. Tampoco variaron los aplicados en los préstamos a hogares para consumo y otros fines, mientras que, en los destinados a la compra de vivienda, los encuestados reportaron un ligero endurecimiento. De cara al trimestre en curso, las entidades anticipan un mantenimiento de las condiciones de concesión de préstamos a ambos sectores.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a mayo, apuntan a una contracción de la deuda de las familias y las empresas durante

<sup>1</sup> Para más detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2011», de Jorge Martínez Pagés, en este mismo *Boletín Económico*.

el segundo trimestre. La tasa interanual de crecimiento de los pasivos en el caso de las familias se redujo hasta el  $-1,1\%$ , como resultado de una contracción más acusada que en los meses anteriores de los fondos para consumo y otros fines, y del leve descenso de los destinados a adquisición de vivienda. Para ambos componentes, las tasas intertrimestrales anualizadas apuntan a ritmos de caída algo más pronunciados. Por otra parte, la tasa de avance de los recursos ajenos de las sociedades pasó a situarse en valores ligeramente negativos, aunque existen diferencias importantes por instrumentos. Así, el ritmo de caída interanual de los préstamos de las entidades residentes se intensificó ligeramente, hasta alcanzar el  $2,2\%$ , mientras que, en los valores de renta fija (vía utilizada por las empresas de mayor dimensión), se ha continuado observando un comportamiento más expansivo, aunque menos dinámico que en el primer trimestre. La información más reciente de la distribución del crédito por actividades productivas, referida al primer trimestre de 2011, refleja que el retroceso de la financiación bancaria se acentuó en todos los segmentos en los primeros meses de 2011, siendo la caída especialmente acusada en la construcción ( $-13,3\%$ ). La información provisional más reciente apunta a que, durante junio, se habría mantenido esta pauta de contracción de la deuda de hogares y sociedades.

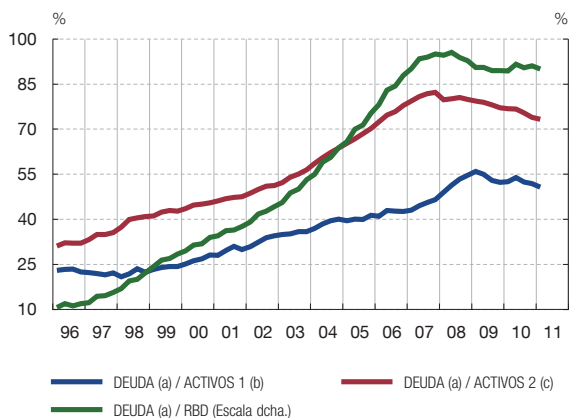
El retroceso de los pasivos de las familias en el primer trimestre del año permitió que la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) y la carga financiera del sector se redujese (véase gráfico 24). A pesar de esta evolución, la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, habrían mantenido el perfil descendente que presentan desde principios de 2010. También la riqueza neta de los hogares disminuyó en los primeros meses de 2011, como resultado de un avance moderado del valor del componente financiero y de la reducción del inmobiliario, que registró un retroceso más intenso que en meses anteriores. La información provisional correspondiente al segundo trimestre apunta a escasas variaciones en las ratios de endeudamiento y carga financiera, y a un nuevo descenso en el patrimonio de los hogares.

En el caso de las sociedades, el relativo estancamiento de los pasivos, unido al ascenso moderado de sus rentas, permitió que la ratio de endeudamiento del sector descendiese nuevamente durante los tres primeros meses de 2011. Como resultado de esta evolución y del aumento de los costes de financiación, la carga financiera se mantuvo estable (véase gráfico 25). Asimismo, para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, los beneficios ordinarios crecieron en el primer trimestre algo menos que en el mismo período de 2010, y la rentabilidad se mantuvo.

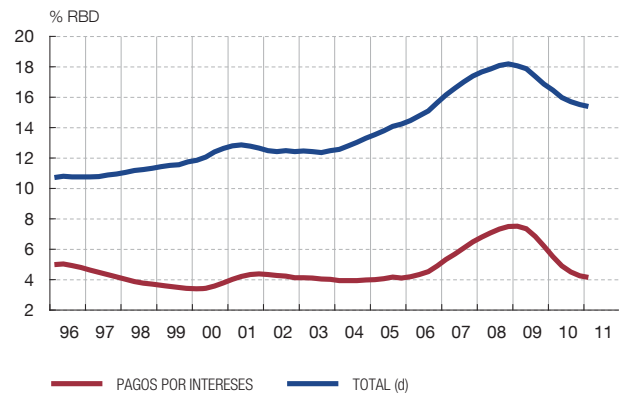
En el caso de las AAPP, la deuda ha seguido avanzando a ritmos elevados, aunque menores (su tasa de crecimiento interanual se situó en mayo en el  $16\%$ ,  $1,1$  pp menos que en marzo). Los datos de las Cuentas Financieras más recientes, correspondientes al primer trimestre, indican que este dinamismo en la captación de recursos, junto con el débil avance del producto, se ha reflejado en un nuevo ascenso de las ratios sobre el PIB de la deuda, que se situó próxima al  $64\%$ , y de la carga financiera, que alcanzó el  $2,1\%$ .

Por su parte, el volumen de créditos dudosos ha continuado aumentando. Como consecuencia de ello y del descenso de la deuda, la ratio de dudosos ha seguido elevándose. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades, los intermediarios financieros distintos de las entidades de crédito) dicho indicador alcanzó el  $6,5\%$  en mayo,  $0,4$  pp más que en marzo.

## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



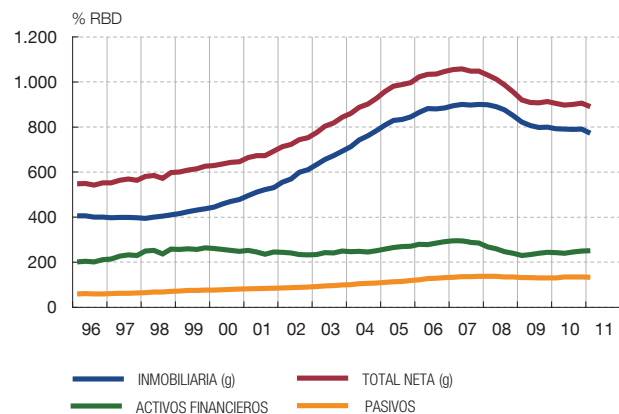
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA

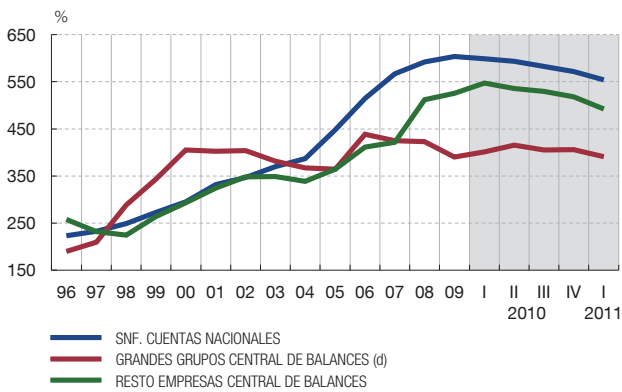


FUENTES: Ministerio de vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

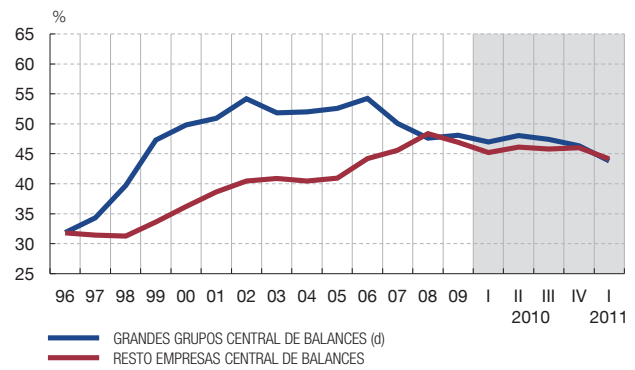
- a Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.  
 b Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».  
 c Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.  
 d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.  
 e Saldo de la cuenta de utilización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

De acuerdo con la información más reciente de las Cuentas Financieras, entre enero y marzo las necesidades de financiación de la nación se mantuvieron, en términos acumulados de 12 meses, próximas al 4 % del PIB. Por sectores, esta evolución resultó del ligero ascenso en la capacidad de financiación de las empresas no financieras, que fue más que compensado por el descenso del saldo acreedor de los hogares, mientras que el déficit de las AAPP se mantuvo en el 9,2 % del PIB y el ahorro de las instituciones financieras apenas varió (véase cuadro 8). La financiación exterior de la economía se canalizó principalmente a través de las AAPP (sobre todo mediante valores de renta fija) y a través de la venta de activos exteriores por parte de los inversores institucionales. Así, los fondos netos del resto del mundo captados por estos dos sectores ascendieron al 3,2 % y al 2,7 % del PIB, respectivamente. Destacó, asimismo, la reducción de los flujos del exterior canalizados a través de las entidades de crédito y los fondos de titulización, que, en términos netos, disminuyeron 1,8 y 0,7 pp, respectivamente.

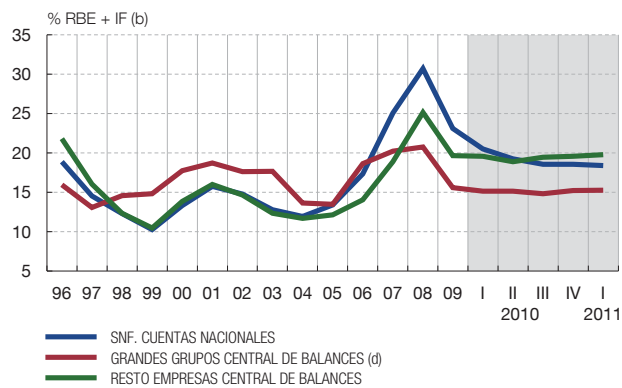
DEUDA (a) / REB + IF (b)



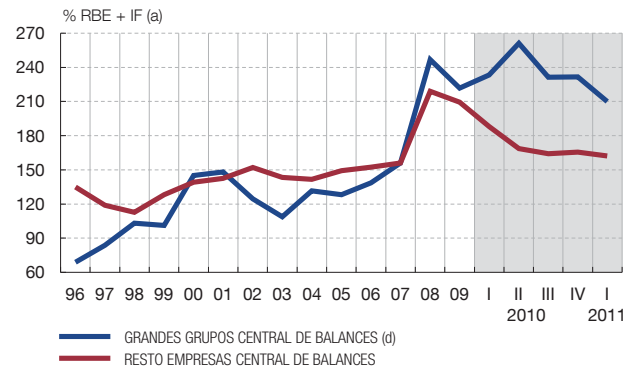
DEUDA (a) / ACTIVO (c)



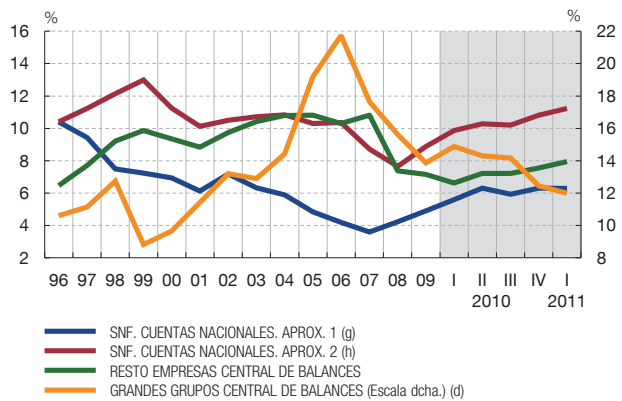
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



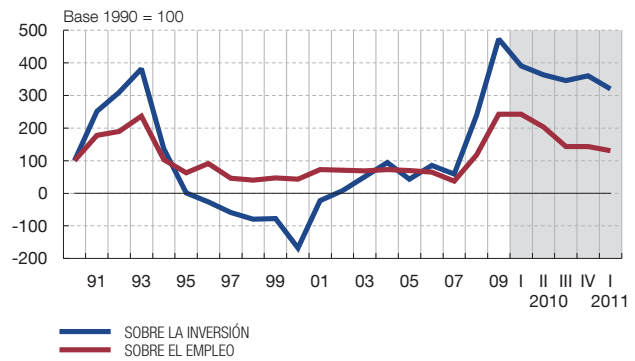
CARGA FINANCIERA TOTAL (e)



RON / RECURSOS PROPIOS (f)



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (i)



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 — con sumo 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.

Porcentaje del PIB

	2006	2007	2008	2009	2010				2011
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Economía nacional	-8,4	-9,6	-9,2	-5,1	-4,4	-4,5	-4,4	-3,9	-4,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-11,1	-13,4	-6,8	4,6	5,3	4,3	3,6	4,4	4,3
Sociedades no financieras	-9,5	-11,5	-7,1	-1,3	0,6	0,7	0,8	1,3	1,5
Hogares e ISFLSH	-1,7	-1,9	0,2	5,9	4,8	3,6	2,8	3,1	2,8
Instituciones financieras	0,7	1,9	1,8	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9
Administraciones Públicas	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-11,0	-10,0	-9,1	-9,2	-9,2
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-17,8	-15,9	-11,8	-8,7	0,5	0,9	-0,9	-0,9	-1,3

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.

En resumen, durante el segundo trimestre de 2011 y, con mayor intensidad, en la parte transcurrida de julio, la economía española se ha visto muy afectada por el rebrote de las tensiones en los mercados europeos de deuda soberana, lo que ha derivado en una ampliación de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes, que se mantienen en niveles históricamente elevados. La persistencia de estos registros ha llevado a las entidades a trasladar, durante los primeros meses del año, una parte del ascenso del coste de obtención de fondos a los tipos de interés que aplican en los préstamos concedidos a empresas y familias. Esta evolución, junto con el necesario desapalancamiento de estos agentes, está contribuyendo a situar las tasas de avance de sus pasivos en registros negativos.

## 5.2 El sector hogares

Entre marzo y mayo, el coste de financiación de las nuevas operaciones de crédito a los hogares aumentó (31 pb en los préstamos para la adquisición de viviendas y 9 pb en los destinados a consumo y otros fines), en línea con la evolución de los tipos de mercado de referencia en este período (véase gráfico 23). Asimismo, de acuerdo con la EPB de julio, las entidades endurecieron ligeramente los criterios de concesión de préstamos destinados a la compra de inmuebles, y mantuvieron los aplicados en los de consumo y otros fines. De acuerdo con esta encuesta, la solicitud de financiación por parte de los hogares disminuyó en ambos casos, aunque de forma más acusada en el primero. El descenso en la petición de fondos para compra de inmuebles, aunque menor que en los tres primeros meses de 2011, contrasta con la estabilidad que preveían las entidades. De cara al trimestre en curso, las entidades anticipan un mantenimiento de las condiciones de oferta en este segmento y una nueva reducción de la demanda, que sería, no obstante, más moderada que la del primer semestre del año.

En este contexto, la deuda de los hogares volvió a descender. Su tasa de avance se situó en mayo en el -1,1 %, en términos interanuales, lo que supone una caída algo más intensa que la registrada en marzo (cuando la tasa se situó en el -0,5 %). Esta evolución fue resultado tanto de una contracción más acusada que en el primer trimestre del crédito al consumo y otros fines (-3,8 %, frente al -1,8 %) como del ligero descenso de los préstamos para adquisición de vivienda (su tasa de avance se situó en el -0,3 %, frente al -0,1 % de dos meses antes). Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas apuntan a retrocesos algo más acusados.



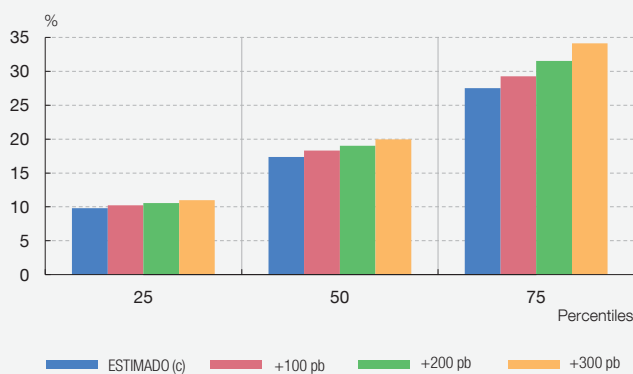
Desde mediados de 2010, cuando se encontraban en niveles mínimos históricos, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en los préstamos concedidos a las familias han presentado una senda ascendente, registrando, hasta mayo de 2011, un aumento de 1,2 pp. Aunque este incremento no se ha reflejado todavía en la carga financiera agregada del sector, dado el retraso con el que los pagos por intereses recogen los cambios en el coste de las nuevas operaciones y en las rentabilidades interbancarias a las que están vinculados, es previsible que empiece a hacerlo en los próximos meses. En este contexto, tiene interés evaluar la sensibilidad de la carga financiera de las familias a aumentos en los tipos de interés. La Encuesta Financiera de las Familias (EFF) permite realizar este análisis, distinguiendo entre distintos tipos de hogares.

Para estimar el impacto que en la actualidad podría tener una subida en los costes de financiación sobre la ratio de la carga financiera<sup>1</sup> de las familias, se realiza, en primer lugar, una estimación de los valores que esta tomaría en marzo de 2011 para

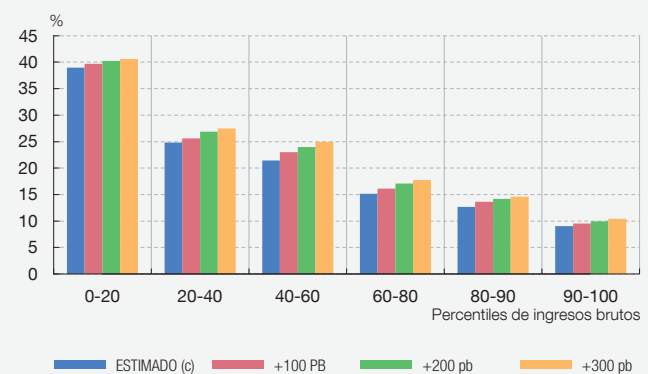
los hogares encuestados que en la última edición de la EFF (esto es, en el primer trimestre de 2009) tenían créditos pendientes. Con este fin, se asume que los ingresos de todas las familias endeudadas presentaron, entre el primer trimestre de 2009 y el mismo período de 2011, la misma evolución que la renta bruta agregada por hogar (esto es, se proyecta un descenso del 2,9 %). Se supone, asimismo, una disminución en los costes de financiación de 2,8 pp en el caso de los préstamos contratados a tipo de interés variable, en línea con la evolución que se observó para el EURIBOR a un año en este período, referencia habitual de los préstamos bancarios del sector<sup>2</sup>. Para

1. La ratio de carga financiera se define como el cociente entre los pagos asociados a las deudas contraídas (amortización del capital e intereses) y la renta bruta disponible.
2. En concreto, se calcula la diferencia entre el valor que, en promedio, presentó el EURIBOR a un año entre abril de 2008 y marzo de 2009 y entre abril de 2010 y marzo de 2011.

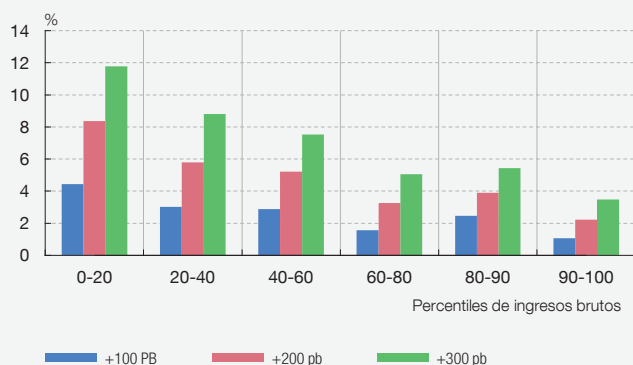
1 DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE CARGA FINANCIERA DE LOS HOGARES (a) (b)



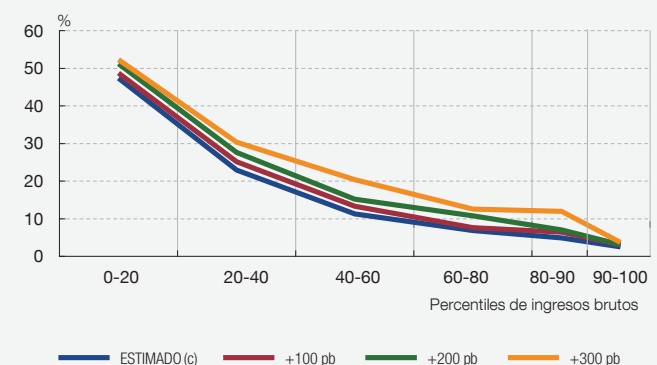
2 RATIO DE CARGA FINANCIERA DE LOS HOGARES (mediana) (a) (b)



3 DESCENSOS EN LOS INGRESOS FAMILIARES NETOS DEL SERVICIO DE LA DEUDA (media) (b)



4 PORCENTAJE DE HOGARES CON CARGA FINANCIERA SUPERIOR AL 40% DE SUS INGRESOS BRUTOS (a) (b)



FUENTE: EFF (2008).

- La ratio de carga financiera se define como el cociente entre los pagos asociados a las deudas contraídas (amortización e intereses) y la renta bruta disponible.
- Calculado para los hogares que tienen deudas pendientes. Se presentan distintos escenarios de tipos de interés, incrementando los tipos estimados para marzo de 2011, cuando son variables, en 100, 200 y 300 puntos básicos.
- Recoge la situación que se estimaría para el primer trimestre de 2009, bajo los supuestos explicados en el texto, a partir de la información contenida en la EFF (2008).

calcular el impacto que este descenso tendría sobre los pagos asociados a la deuda viva, se utiliza la información de la EFF acerca de las características individuales de los préstamos concedidos, como el volumen de endeudamiento, el plazo residual, el coste de financiación y la naturaleza del contrato de crédito (a tipo fijo o variable).

Tomando como punto de partida la situación estimada para marzo de 2011, se simula cuál sería el impacto sobre la ratio de carga financiera de las familias endeudadas de aumentos en el coste de financiación fijados, arbitrariamente, en 100 pb, 200 pb y 300 pb. Como se observa en el gráfico 1, que muestra los percentiles 25, 50 y 75 de dicha ratio para el segmento de hogares con préstamos pendientes en cada uno de estos escenarios, dicho impacto no es homogéneo. Como cabría esperar, el ascenso en la proporción de las rentas regulares que absorben los pagos asociados a las deudas contraídas es mayor en la parte superior de la distribución de la ratio de carga financiera, en la que se sitúan, mayoritariamente, los hogares con un endeudamiento más elevado.

La sensibilidad de la carga financiera de las familias a aumentos en los tipos de interés varía, asimismo, en función del nivel de renta, tal y como se observa en el gráfico 2. El mayor impacto de un eventual ascenso en los tipos de interés se registraría en el grupo de hogares con rentas intermedias, en el que sus pagos por intereses en relación con sus rentas se incrementarían 1,5 pp, 2,5 pp y 3,5 pp ante ascensos en los costes de financiación de 100 pb, 200 pb y 300 pb, respectivamente. En el extremo opuesto, los menores ascensos se observarían en la decila de las familias con los mayores ingresos. Asimismo, se observa que, a pesar del endeudamiento comparativamente más elevado de las familias con menores ingresos, el impacto sobre su carga financiera de posibles cambios en los tipos de interés es más limitado que en otros grupos. Esto es debido a que en este segmento la proporción de hogares con contratos en los que los tipos de interés no son revisables es la más elevada de la muestra (un 55 % de ellos tienen todos sus préstamos con esta característica, frente al 21 % de la decila superior de ingresos). Esto está, relacionado a su vez, con el mayor peso que en este grupo tiene la financiación para consumo, en la que suelen prevalecer este tipo de contratos.

Otro aspecto que resulta relevante analizar es el impacto que tendrían estos ascensos hipotéticos en los costes de financia-

ción sobre las rentas familiares una vez descontados los pagos asociados al servicio de la deuda. Como se observa en el gráfico 3, la incidencia no es tampoco homogénea, siendo en promedio, más acusada para las familias endeudadas con menores rentas. En el extremo opuesto, la caída más moderada se registraría para las familias por encima del percentil 90. Existe, en cualquier caso, una elevada dispersión también dentro de cada uno de los grupos analizados. Así, en particular, el impacto sería nulo para algo más de la mitad del conjunto de los hogares con menores ingresos (aquellos para los que todas sus deudas están contraídas a un tipo de interés no revisable).

Resulta también interesante considerar el impacto de las perturbaciones anteriores sobre la proporción de hogares que superan determinados umbrales. En el gráfico 4, se muestra, para varios tramos de ingresos y para los distintos escenarios de tipos de interés, el porcentaje de familias endeudadas para las que la carga financiera superaría en las simulaciones el 40 % de su renta bruta. Puede observarse, en primer lugar, que dicha proporción presenta una relación inversa con el nivel de ingresos, y, en segundo, que el impacto sobre esta de un ascenso en los costes de financiación es, en general, moderado. Distinguiendo por segmentos de renta, los efectos serían más acusados en los hogares con rentas bajas e intermedias. En particular, para las familias con préstamos pendientes que se encuentran entre el percentil 20 y 40 de renta, el porcentaje de hogares que superaría el umbral aumentaría desde el 23 % estimado para 2011 hasta el 25 %, 28 % y 30 % con los aumentos simulados de 100 pb, 200 pb y 300 pb, respectivamente, en los costes de financiación.

En definitiva, los resultados de este recuadro sugieren que, para el conjunto del sector, el impacto sobre la carga financiera de las subidas simuladas en los tipos de interés sería relativamente moderado. Sin embargo, no se distribuiría de forma homogénea, sino que tendería a ser algo más acusado en los hogares con rentas bajas e intermedias. En cualquier caso, estos resultados hay que interpretarlos con las debidas cautelas, como consecuencia de la necesidad de realizar distintos supuestos para poder llevar a cabo las simulaciones. En particular, la evolución de los ingresos de las familias entre el primer trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2011 y de sus costes de financiación en ese mismo período se ha supuesto, por simplicidad, homogénea entre todas ellas. En la medida en que la trayectoria de estas variables haya diferido entre distintos segmentos del sector, los resultados podrían ser diferentes de los obtenidos con este ejercicio.

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

CUADRO 9

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010		2011
				III TR	IV TR	I TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	7,2	2,5	4,7	4,2	4,4	3,5
Medios de pago	-1,1	-0,4	4,2	0,6	-0,1	0,0
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	7,5	6,8	-1,2	2,1	3,5	3,4
Acciones y otras participaciones (b)	0,6	-0,3	1,2	1,0	0,6	0,2
Fondos de inversión	-1,1	-3,4	0,0	-1,2	-1,7	-1,5
Reservas técnicas de seguros	0,9	0,2	0,9	0,6	0,8	0,8
<i>De las cuales:</i>						
De vida	0,2	-0,2	0,6	0,2	0,3	0,4
De jubilación	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4
Resto	0,3	-0,4	-0,4	1,0	1,4	0,6
Operaciones financieras (pasivos)	9,1	2,3	-1,2	1,3	1,3	0,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,4	3,4	-0,5	0,0	0,0	-0,5
Créditos para adquisición de vivienda (c)	7,1	2,7	0,1	0,5	0,5	-0,1
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,1	0,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4
Resto	-0,3	-1,1	-0,7	1,3	1,3	1,2
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	13,4	1,6	-8,3	5,1	7,4	6,4
Medios de pago	-0,4	-1,1	-0,3	0,2	-0,1	0,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,0	2,3	-0,6	0,0	1,5	2,3
Acciones y otras participaciones	8,1	2,8	-0,4	2,0	2,7	2,6
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	6,6	3,0	0,1	2,0	2,4	2,6
Crédito comercial e interempresas	2,1	-3,2	-7,3	2,3	3,1	1,0
Resto	1,5	0,8	0,3	0,6	0,1	0,1
Operaciones financieras (pasivos)	24,9	8,7	-7,0	4,3	6,0	4,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,8	5,5	-3,0	-1,3	-0,9	-1,4
Préstamos exteriores	2,8	3,0	-0,1	-0,6	0,7	0,8
Valores de renta fija (d)	0,5	0,3	1,3	1,3	0,7	0,6
Acciones y otras participaciones	5,3	2,3	1,6	1,6	1,8	2,6
Crédito comercial e interempresas	3,3	-3,3	-7,0	2,4	3,3	1,1
Resto	-0,8	0,9	0,0	0,9	0,5	1,3
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	15,5	6,6	-0,8	0,2	0,6	0,0
Hogares e ISFLSH	12,5	4,4	-0,3	0,1	0,2	-0,5
Sociedades no financieras	17,7	8,2	-1,2	0,2	0,9	0,3

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.

Como resultado de la contracción de los pasivos de las familias y de la estabilidad de sus ingresos, durante el primer trimestre del año, la ratio de endeudamiento sobre la RBD descendió por debajo del 125 % (véase gráfico 24). Asimismo, debido a los menores pagos por intereses, que recogen con retraso la evolución de las operaciones nuevas y de las rentabilidades interbancarias, la carga financiera siguió bajando, aproximándose al 15 % de la RBD. Es previsible que, en los próximos meses, esta ratio comience a reflejar la senda ascendente que han registrado los tipos de mercado utilizados habitualmente como referencia en la financiación de las familias, aunque con una intensidad heterogénea dentro del sector (véase recuadro 5). La progresiva desaparición de este elemento amortiguador de

los efectos de la caída de las rentas durante la crisis eleva el grado de presión financiera soportado por los hogares más endeudados. Asimismo, la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro de los hogares una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda mantuvieron el perfil descendente de trimestres anteriores. También disminuyó la capacidad de financiación del sector, que se situó en el 2,8 % del PIB, 0,3 pp por debajo del registro de 2010, y su riqueza neta. El descenso en esta última resultó de un avance moderado del valor del componente financiero y de una nueva reducción del inmobiliario, que registró un retroceso más intenso que en periodos anteriores.

Por lo que se refiere a las decisiones de cartera, la inversión en activos financieros de las familias se contrajo 0,9 pp con respecto a los tres meses anteriores, hasta el 3,5 % del PIB acumulado en doce meses (véase cuadro 9). Por instrumentos, se observó una preferencia por los de menor riesgo. Así, los depósitos a plazo continuaron siendo el destino mayoritario de estos flujos y, en menor medida, las reservas técnicas de seguros, mientras el ahorro materializado en acciones volvió a descender así como también la inversión en fondos de inversión, que volvió a ser negativa, lo que refleja el desplazamiento hacia depósitos a plazo en un contexto de elevación de su rentabilidad. Por último, el saldo de los medios de pago (efectivo, depósitos a la vista y de ahorro) permaneció inalterado.

Asimismo, durante el primer trimestre la ratio de morosidad de los hogares se mantuvo en el 3,2 %, como resultado de la estabilidad observada tanto en el segmento del crédito para la compra de vivienda como en el de consumo y otros fines.

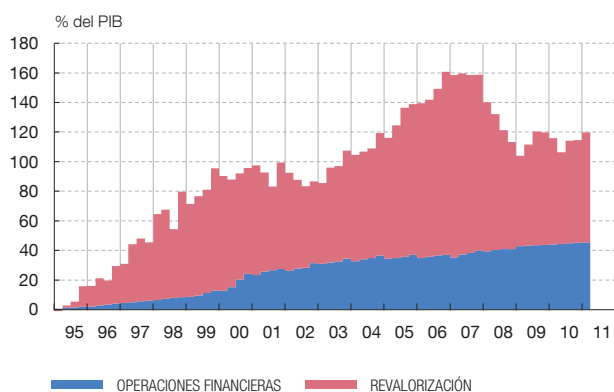
### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Los costes de financiación de las sociedades aumentaron entre marzo y mayo. En los préstamos bancarios, el ascenso fue más acusado para los de importe inferior al millón de euros que para los de una cuantía superior a esta cantidad (19 pb y 7 pb, respectivamente). En el caso de la renta fija, se observó un comportamiento diferenciado por plazos. Así, en el caso de las emisiones a menos de un año, los tipos de interés de mercado subieron 8 pb en el caso de las emisiones a menos de un año, mientras que para las de un horizonte más amplio descendió 12 pb (véase gráfico 23). Asimismo, las caídas de las cotizaciones bursátiles resultaron en un mayor coste de captación de recursos propios. De acuerdo con la EPB de julio, los criterios de concesión de créditos a este sector se mantuvieron estables durante el segundo trimestre. Asimismo, las entidades reportan un aumento de los márgenes aplicados, fundamentalmente en las operaciones de mayor riesgo. Por el lado de la demanda, la encuesta recoge una ligera recuperación de la solicitud de fondos.

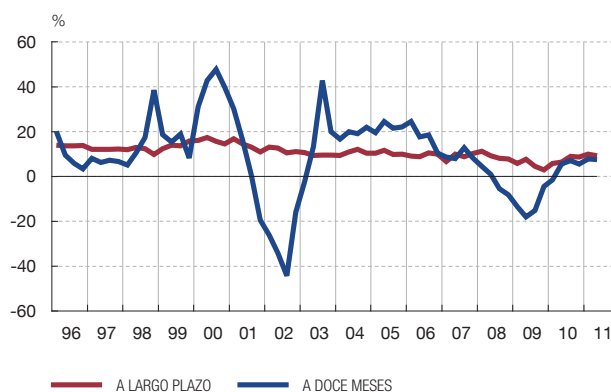
En este contexto, la tasa de crecimiento de la financiación de las sociedades disminuyó hasta situarse en cifras ligeramente negativas (-0,3 % en mayo, frente a 0,3 % de marzo). Se observan, no obstante, diferencias importantes por instrumentos. Así, en los créditos procedentes de las entidades residentes se intensificó el ritmo de contracción, que alcanzó el 2,2 %, en términos interanuales (frente al retroceso del 1,6 % del primer trimestre). Para los valores de renta fija se observó un mayor dinamismo, que fue, no obstante, algo más moderado que en el primer trimestre (crecieron un 5,5 %, 4,5 pp menos que en marzo). Las tasas intertrimestrales anualizadas y corregidas de efectos estacionales muestran ritmos de avance más reducidos.

La información más reciente de la distribución del crédito por finalidades productivas, referida al primer trimestre de 2011, refleja que la desaceleración de esta fuente de financiación fue generalizada por ramas de actividad. El retroceso de la financiación bancaria fue especialmente acusado en la construcción (-13,3 %), y más moderado para los servicios inmobiliarios y la industria (-3,2 % y -2,4 %), respectivamente. El resto de servicios no financieros es el único segmento con ritmo de avance positivo (del 1,2 %).

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

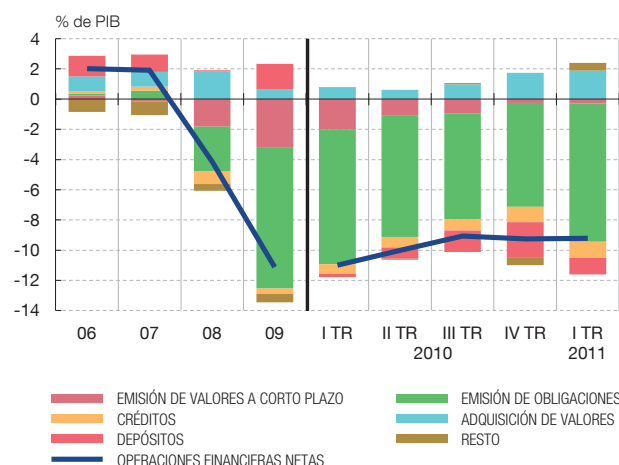
a Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

De acuerdo con la información de las Cuentas Financieras, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial aumentó ligeramente en el primer trimestre de 2011, al pasar del 1,3% al 1,5% del PIB, en términos acumulados de doce meses. 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 nuevamente un saldo negativo, superior, en valor absoluto, al registrado en trimestres anteriores (-1,3%, frente al -0,9% de 2010), como resultado del aumento de la inversión intragrupo y en renta variable en el extranjero.

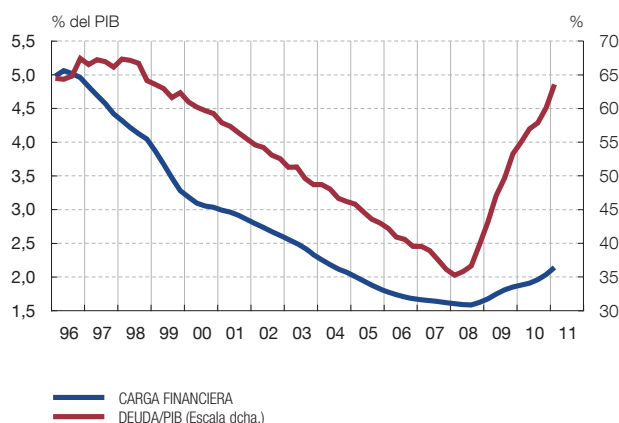
El estancamiento de los pasivos de las sociedades, unido al ascenso moderado de sus rentas, habría permitido que su ratio de endeudamiento descendiese nuevamente durante el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 25). Como resultado de esta disminución y del ascenso del coste de los fondos durante los últimos meses, la ratio de carga financiera por intereses se mantuvo estable. La mejora de las rentas empresariales vino acompañada de un aumento de los recursos propios, por lo que la rentabilidad del sector se mantuvo en niveles en torno a los de 2010.

Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa, con los datos disponibles para el primer trimestre de 2011, un crecimiento del resultado ordinario neto durante este período algo inferior al registrado un año antes en los mismos meses (8,4%, frente a 9,7%). Este avance de los beneficios ordinarios llevó a que la ratio de rentabilidad del activo neto se situase en el 4,5%, valor idéntico al alcanzado en marzo de 2010. Junto con este avance de las rentas, se produjo un incremento en los pasivos de estas empresas, pero menos acusado que el de los excedentes, de forma que la ratio de endeudamiento disminuyó. Esta evolución, unida a los mayores tipos de interés soportados, resultó en una ligera elevación de la carga financiera. Como efecto conjunto de estos desarrollos, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo disminuyeron. Por su parte, en el segundo trimestre, los analistas han mantenido sus expectativas con respecto a la mejora de los beneficios a largo plazo del sector, y han revisado ligeramente a la baja las referidas al corto plazo (véase gráfico 26).

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

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

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras aumentó nuevamente en el primer trimestre de 2011, alcanzando el 8,7 %, 0,6 pp más que tres meses antes. El ascenso ha sido superior en el segmento de empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio pasó del 13,5 % al 14,7 %, mientras que en el resto de ramas el aumento fue muy modesto (pasó del 3,9 % al 4 %).

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Según las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las AAPP se mantuvieron en el primer trimestre de 2011 en el 9,2 % del PIB, en términos acumulados anuales (véase cuadro 8). El grueso de los recursos se obtuvieron, nuevamente, mediante la emisión de valores de renta fija a largo plazo, canal por el que se captaron fondos equivalentes al 9,2 % del PIB, 2,3 pp más que en 2010 (véase gráfico 27). En contraposición, el volumen canalizado a través de títulos con vencimiento a corto plazo volvió a disminuir, prolongando así el perfil descendente iniciado a finales de 2009, y se situó en el 0,3 % del PIB. Por su parte, los fondos obtenidos mediante créditos alcanzaron nuevamente el 1 % del PIB. Por el lado del activo, aumentó ligeramente la adquisición neta de valores, que alcanzó el 1,9 % del PIB. El grueso de este importe recoge la inversión en títulos emitidos por el propio sector. Finalmente, se produjo una desinversión en depósitos del 1,1 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres.

La ratio de endeudamiento de las AAPP creció hasta alcanzar el 63,6 % del PIB en marzo de 2011, 3,5 pp más que al cierre de 2010, como resultado tanto del elevado déficit del sector como del débil crecimiento del PIB. En línea con esta evolución, la carga financiera asociada también aumentó, si bien lo hizo de forma moderada (0,1 pp, hasta el 2,1 % del PIB).

#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En los primeros tres meses de 2011, se interrumpió la tendencia a la baja que en los dos trimestres precedentes se había registrado en las necesidades de financiación de la nación. Estas se situaron en marzo en el 4 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 3,9 % de 2010 (véase cuadro 8).

La mejora en la situación de los mercados en los primeros meses del año permitió que creciera la captación de recursos del exterior, que en marzo alcanzó el 3 % del PIB, en

**OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 10

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010		2011
				III TR	IV TR	I TR
<b>OPERACIONES FINANCIERAS NETAS</b>	-9,6	-9,2	-5,1	-4,4	-3,9	-4,0
Operaciones financieras (activos)	14,1	0,7	-0,4	-2,9	-3,1	-1,0
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	1,4	-1,3	-3,2	-2,3	-1,4	0,6
<i>De los cuales:</i>						
Interbancario Entidades de crédito (a)	4,2	-0,5	-1,7	-1,8	-1,3	0,5
Valores distintos de acciones	1,6	1,3	0,0	-5,7	-6,9	-7,1
<i>De los cuales:</i>						
Entidades de crédito	1,8	1,5	1,2	-2,8	-3,0	-2,4
Inversores institucionales	0,0	-1,3	-0,5	-2,4	-3,3	-3,6
Acciones y otras participaciones	8,8	1,7	1,5	2,7	2,4	3,0
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	6,6	3,0	0,1	2,0	2,4	2,6
Inversores institucionales	-1,1	-1,6	0,3	1,0	0,8	0,5
Préstamos	1,2	0,8	0,2	0,0	0,3	0,5
Operaciones financieras (pasivos)	23,7	9,9	4,6	1,5	0,7	3,0
Depósitos	6,7	8,0	-0,5	-0,2	-0,5	-1,7
<i>De los cuales:</i>						
Interbancario Entidades de crédito (a)	6,7	6,2	0,7	-2,9	-7,3	-7,7
Cesiones temporales Entidades de crédito (b)	0,1	0,2	0,1	1,8	5,7	5,7
Interbancario BE (posición intrasistema)	-0,3	1,9	-0,8	0,5	0,2	-1,1
Valores distintos de acciones	8,1	-2,7	3,8	0,6	-1,5	0,5
<i>De los cuales:</i>						
Administraciones Públicas	-1,3	1,1	5,3	3,4	2,0	2,8
Entidades de crédito	3,6	-1,9	1,1	-0,6	-1,1	-0,6
Otras instituciones financieras no monetarias	5,8	-1,9	-2,5	-2,2	-2,4	-1,8
Acciones y otras participaciones	4,6	3,2	1,0	0,8	0,9	2,4
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	4,7	2,4	0,3	1,0	1,3	2,5
Préstamos	3,1	2,9	0,3	-0,2	1,2	1,1
Otros neto (c)	0,2	0,2	-1,1	-2,0	-1,8	-1,5
<b>PRO MEMORIA:</b>						
Inversión directa de España en el exterior	9,5	4,7	0,7	1,2	1,5	2,9
Inversión directa del exterior en España	4,5	4,8	0,6	0,5	1,7	2,1

FUENTE: Banco de España.

a Excluidas operaciones temporales.

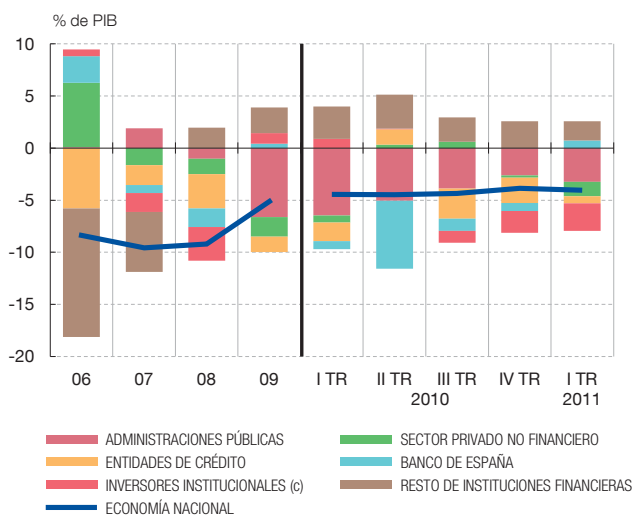
b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

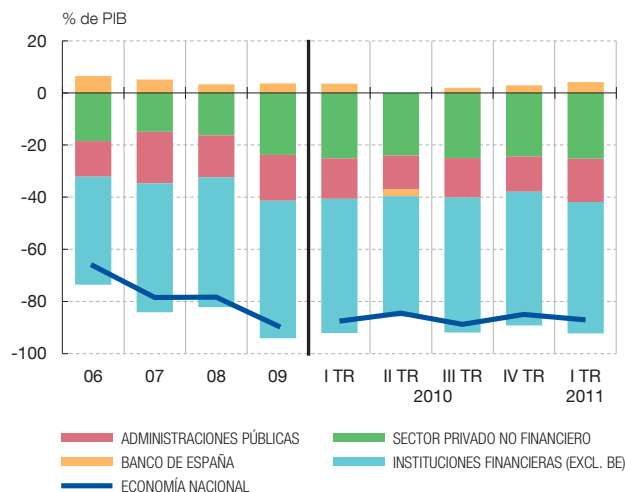
términos acumulados de doce meses, muy por encima del 0,7 % de finales de 2010 (véase cuadro 10). Por instrumentos, fueron especialmente elevadas las entradas de capital materializadas a través de valores emitidos por las AAPP (2,8 % del PIB en términos anuales, 0,8 pp más que en 2010), y a través de acciones (2,4 % del PIB, frente al 0,9 % del PIB del trimestre previo). En cambio, disminuyó la posición interbancaria deudora del Banco de España frente al resto del mundo. También descendieron los fondos obtenidos por las entidades de crédito en el mercado interbancario (excluidas las operaciones temporales), que, en términos netos, registraron un flujo negativo equivalente al 8,1 % del PIB, 2,1 pp menos que en diciembre. Por su parte, la inversión directa del exterior en España se elevó 0,4 pp, hasta el 2,1 % del PIB, en términos anuales.



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



FUENTE: Banco de España.

- a Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.  
 b Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.  
 c Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

No obstante, en términos acumulados de cuatro trimestres, los fondos captados mediante los pasivos no fueron suficientes para cubrir las necesidades de financiación de la nación, por lo que el resto de recursos se obtuvieron mediante la reducción de la cartera de activos exteriores en poder de los sectores residentes, por un importe equivalente al 1 % del PIB. La contracción de la inversión en activos exteriores se concentró en los valores distintos de acciones, que descendieron un 7,1 % del PIB, frente al retroceso del 6,9 % de 2010. Esta evolución negativa ha sido parcialmente compensada por el incremento de los préstamos, así como, sobre todo, por las adquisiciones netas de acciones (3 % del PIB). En línea con esta evolución, la inversión directa de España en el exterior aumentó hasta el 2,9 % del PIB (1,4 pp más que en diciembre).

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 aumentó hasta el 87 % del PIB, 2 pp más que en 2010 (véase gráfico 28). El desglose por sectores muestra que las instituciones financieras (excluido el Banco de España) son las que presentan un saldo deudor más elevado frente al exterior (50 % del PIB), aunque lo redujeron en 0.8 pp en los últimos tres meses. Por el contrario, las AAPP —y en mayor medida el sector privado no financiero— aumentaron su endeudamiento neto. En el caso de este último sector, el ascenso, de 3,2 pp, resultó, en gran medida, de las variaciones en el tipo de cambio y de los precios de los activos. Por último, la posición acreedora frente al exterior del Banco de España aumentó 1,2 pp del PIB.

4.8.2011.



ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: JULIO DE 2011

Este artículo ha sido elaborado por Jorge Martínez Pagés, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

En este artículo se presentan los resultados de la *Encuesta sobre Préstamos Bancarios* (EPB) de julio 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 segundo trimestre de 2011, así como sobre las perspectivas de los encuestados para los tres meses siguientes. Asimismo, se mantienen las preguntas ad hoc relativas a las dificultades de acceso a los mercados mayoristas, y se añaden otras dos, referidas al impacto de Basilea III y de otras exigencias recientes de capital sobre los activos ponderados por riesgo, los recursos propios y los criterios de aprobación de nuevos préstamos.

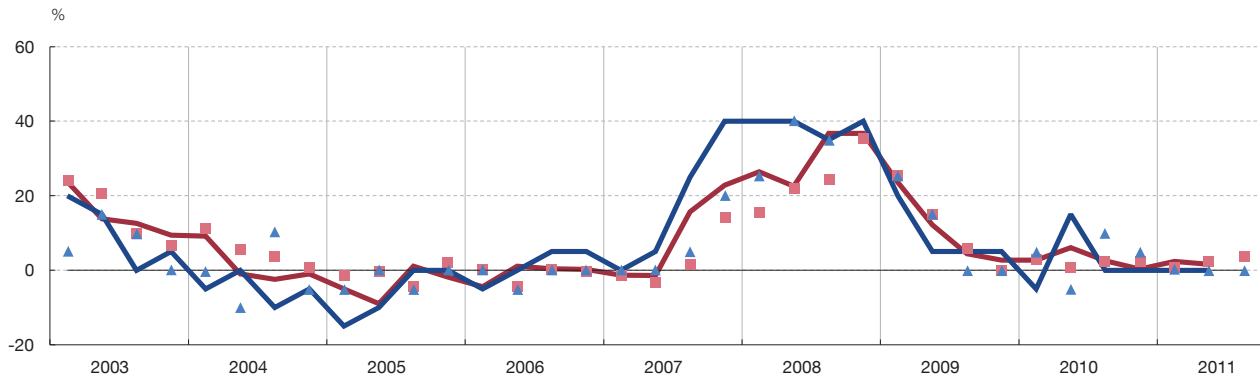
Los resultados deben enmarcarse en un contexto de renovadas e importantes tensiones en los mercados financieros del área del euro entre abril y junio de 2011<sup>2</sup>. A pesar de ello, los criterios para la concesión de créditos en España permanecieron prácticamente sin cambios. Únicamente los aplicados a los hogares para la compra de vivienda registraron un ligero endurecimiento, que fue idéntico al del trimestre anterior. En la UEM, por su parte, se produjo una contracción modesta de la oferta en todos los segmentos, en línea con los resultados de la Encuesta precedente. Sin embargo, sí se habría producido un encarecimiento de los fondos concedidos. Así, los márgenes continuaron ampliándose en general, tanto para los préstamos ordinarios como, en mayor medida, para los de mayor riesgo, y tanto en nuestro país como en el área del euro.

La demanda de financiación aumentó de forma modesta en las empresas y disminuyó en los hogares (véase gráfico 2). No obstante, en el primer caso, el incremento registrado por las entidades españolas fue pequeño e idéntico al del trimestre previo. Asimismo, en la UEM se produjo una significativa desaceleración en este segmento del mercado, rompiéndose, al menos temporalmente, la senda de recuperación que venía observándose en encuestas anteriores y situándose el incremento observado incluso por debajo del registrado en España. Por su parte, la disminución en las solicitudes de fondos de las familias fue más acusada en nuestro país y mayor en los préstamos para adquisición de vivienda que en los destinados a consumo y otros fines. La caída en las peticiones ligadas a la compra de inmuebles, aunque menor que en los tres primeros meses de 2011, contrasta con la estabilidad que preveían las entidades para dicho período, una vez desaparecido el efecto transitorio asociado al adelanto de las operaciones de compra al último trimestre de 2010, como consecuencia de la eliminación parcial de las desgravaciones fiscales a comienzos de este año. En esta ocasión, las instituciones españolas encuestadas anticipaban además un nuevo descenso en la solicitud de fondos para este fin durante el trimestre en curso. Cabe destacar, no obstante, la existencia de una mayor dispersión entre entidades en las respuestas relacionadas con la demanda de fondos para adquisición de vivienda que en el resto de segmentos (véase gráfico 3).

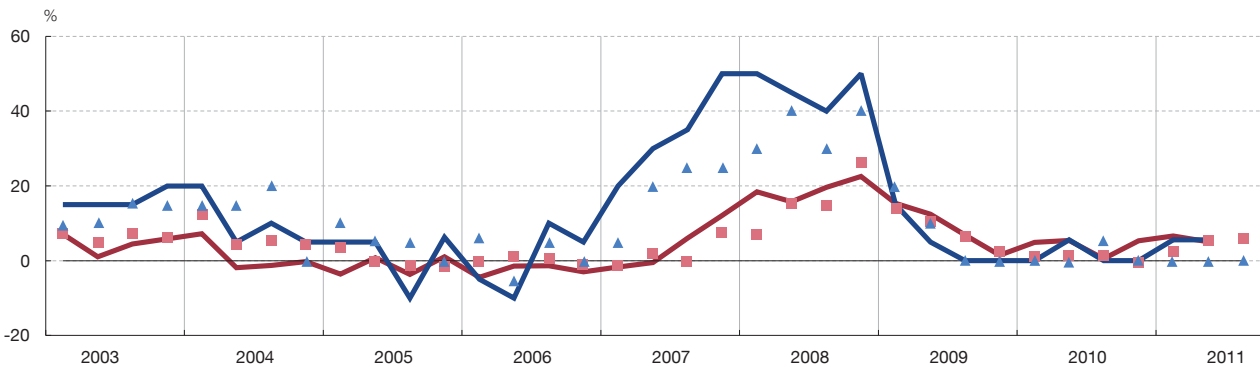
1 Un análisis más detallado de los resultados para el área del euro en su conjunto puede encontrarse en las sucesivas notas periódicas del BCE, contenidas en su dirección de Internet (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>). Asimismo, en la dirección de Internet del Banco de España (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/epb.html>) se encuentran disponibles las series históricas de los indicadores agregados por entidades, así como información adicional sobre la naturaleza de la EPB.

2 Dichas tensiones se habrían intensificado todavía más en julio del año en curso, si bien esto ocurrió ya con posterioridad al envío de las contestaciones por parte de las entidades.

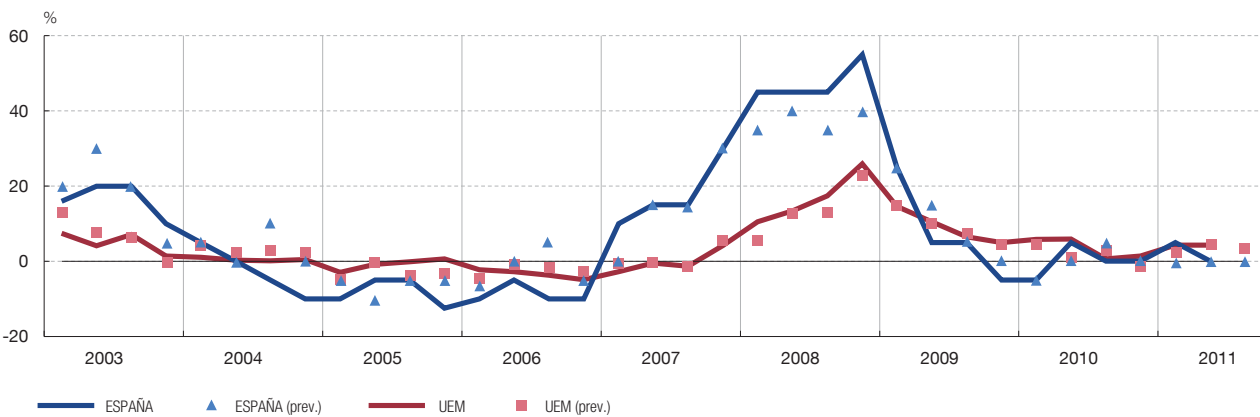
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES

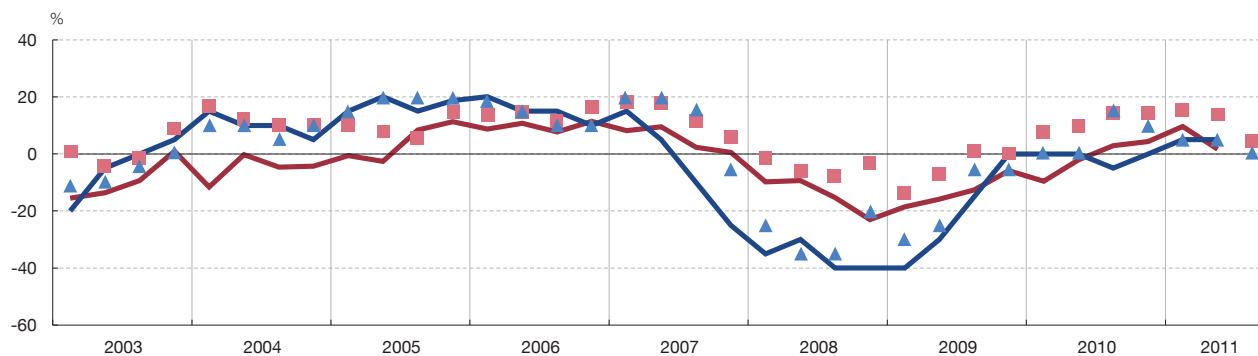


— ESPAÑA    ▲ ESPAÑA (prev.)    — UEM    ■ UEM (prev.)

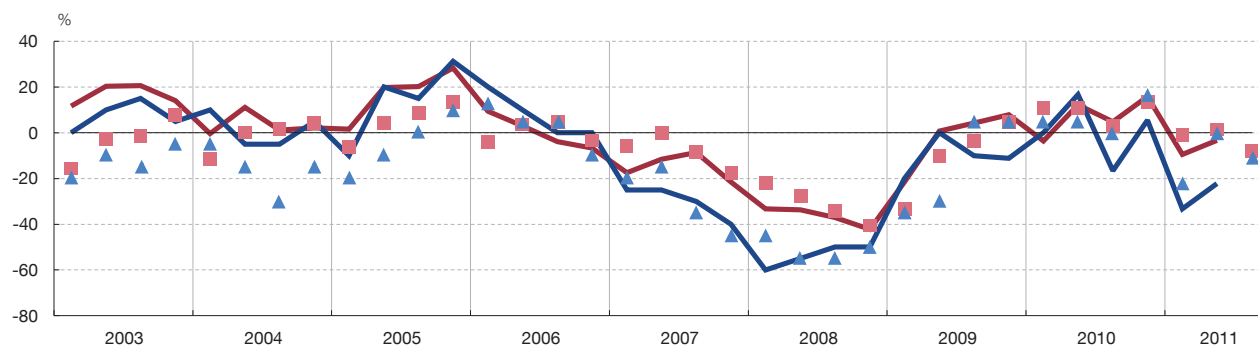
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Indicador = % de entidades que han endurecido considerablemente los criterios  $\times$  1 + % de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios  $\times$  1/2 - % de entidades que han relajado en cierta medida los criterios  $\times$  1/2 - % de entidades que han relajado considerablemente los criterios  $\times$  1.
- b Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas el trimestre anterior, por las entidades encuestadas, para el trimestre correspondiente.

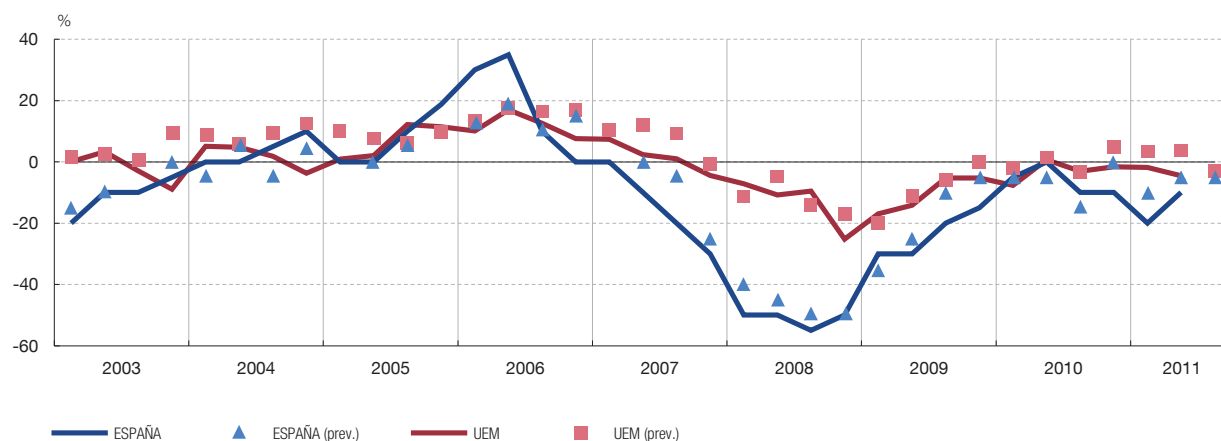
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES

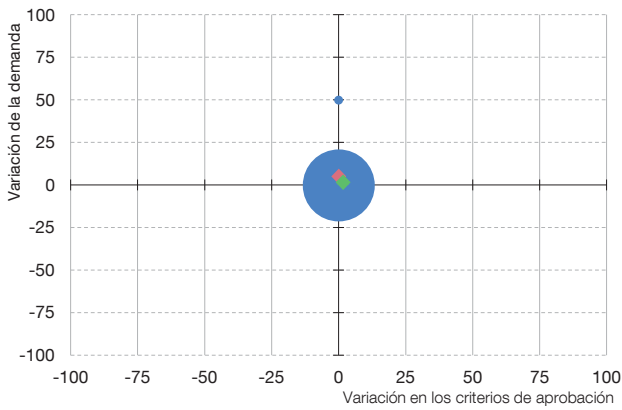


— ESPAÑA    ▲ ESPAÑA (prev.)    — UEM    ■ UEM (prev.)

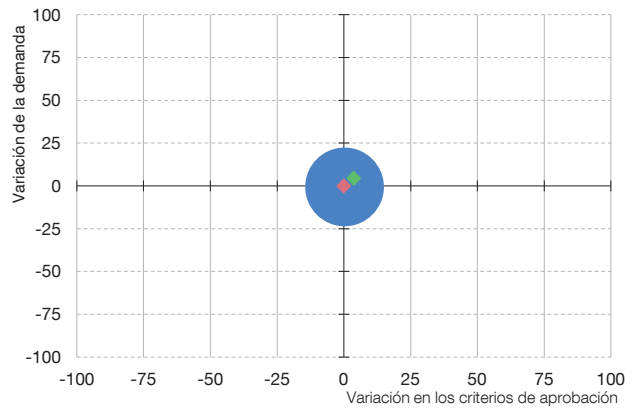
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

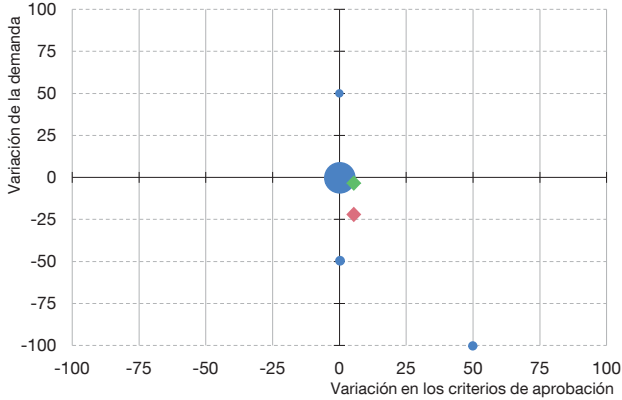
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



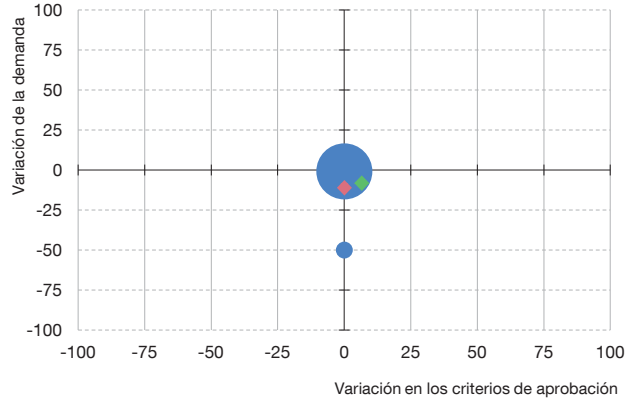
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



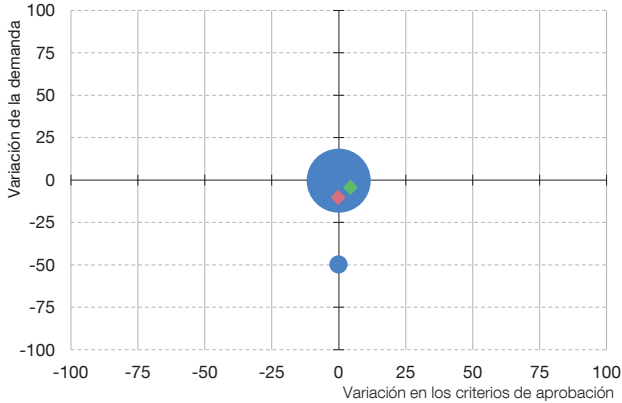
CRÉDITO A HOGARES PARA VIVIENDA



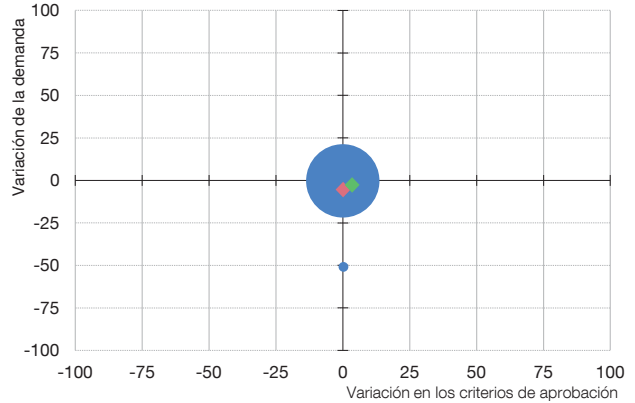
CRÉDITO A HOGARES PARA VIVIENDA



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES



EN I TR 2011

● ENTIDADES ESPAÑOLAS  
◆ MEDIA DE ENTIDADES DE LA UEM

◆ MEDIA DE ENTIDADES ESPAÑOLAS

PREVISTAS PARA II TR 2011

● ENTIDADES ESPAÑOLAS  
◆ MEDIA DE ENTIDADES DE LA UEM

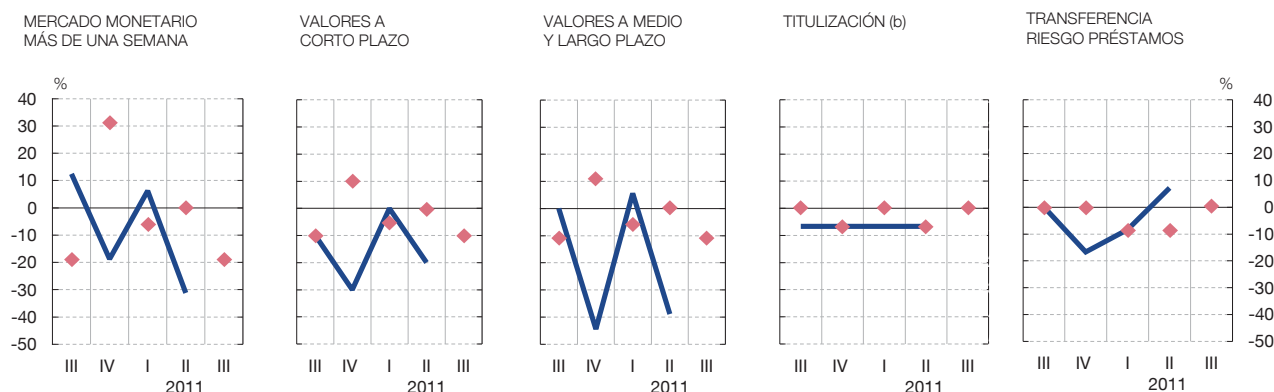
◆ MEDIA DE ENTIDADES ESPAÑOLAS

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

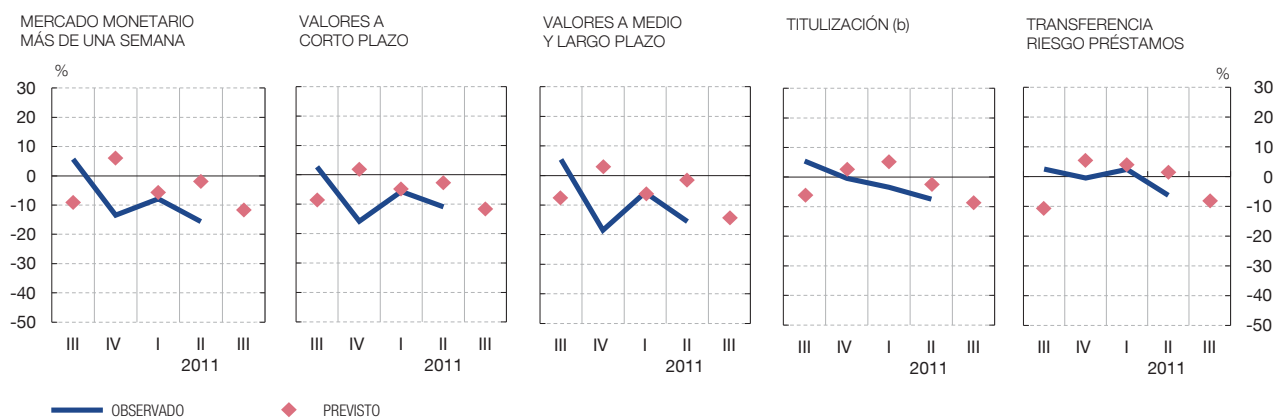
a El tamaño de las marcas de las entidades españolas depende del número de coincidencias de las respuestas en ese punto.

EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE ACCESO A LOS MERCADOS FINANCIEROS AL POR MAYOR (a)

ESPAÑA



UEM



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

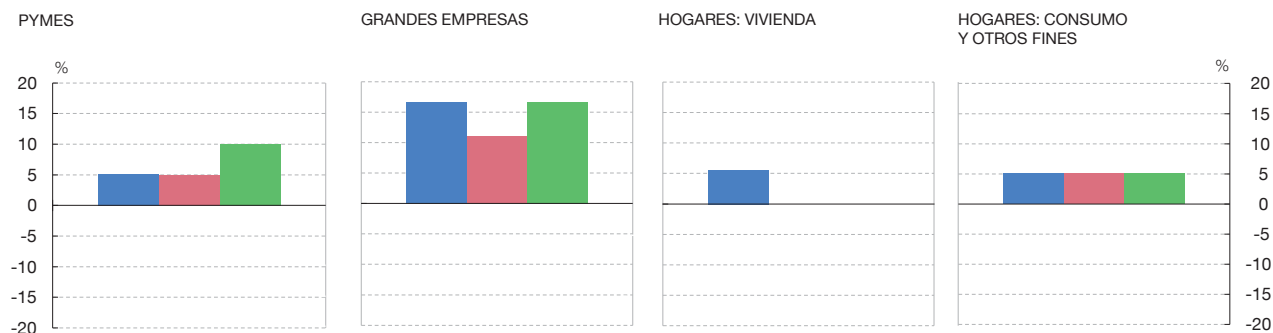
- a Indicador = % de entidades que han apreciado una mejora en su acceso al mercado  $\times$  1 + % de entidades que han apreciado cierta mejora  $\times$  1/2 - % de entidades que han apreciado cierto empeoramiento  $\times$  1/2 - % de entidades que han apreciado un empeoramiento considerable  $\times$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

En sus contestaciones a las preguntas ad hoc relativas al acceso a los mercados mayoristas de financiación, las entidades españolas señalaron un notable deterioro de la situación en la mayoría de los casos, circunstancia que se observa también, aunque con menor intensidad, en los resultados para la UEM (véase gráfico 4). Asimismo, según los encuestados en una y otra área, los cambios regulatorios ligados a la introducción de Basilea III<sup>3</sup> y otras normativas específicas de capital aprobadas recientemente les habrían llevado a aumentar sus recursos propios a lo largo del primer semestre de 2011 y a reducir sus activos ponderados por riesgo, fundamentalmente a través de una disminución de aquellos con mayor incertidumbre. Por otro lado, la introducción de estos cambios normativos apenas habría influido sobre las condiciones de concesión de préstamos (véase gráfico 5). Así, el efecto declarado por las entidades es muy pequeño, exceptuando el segmento de grandes empresas, en el que sí habría tenido un impacto contractivo algo más acusado.

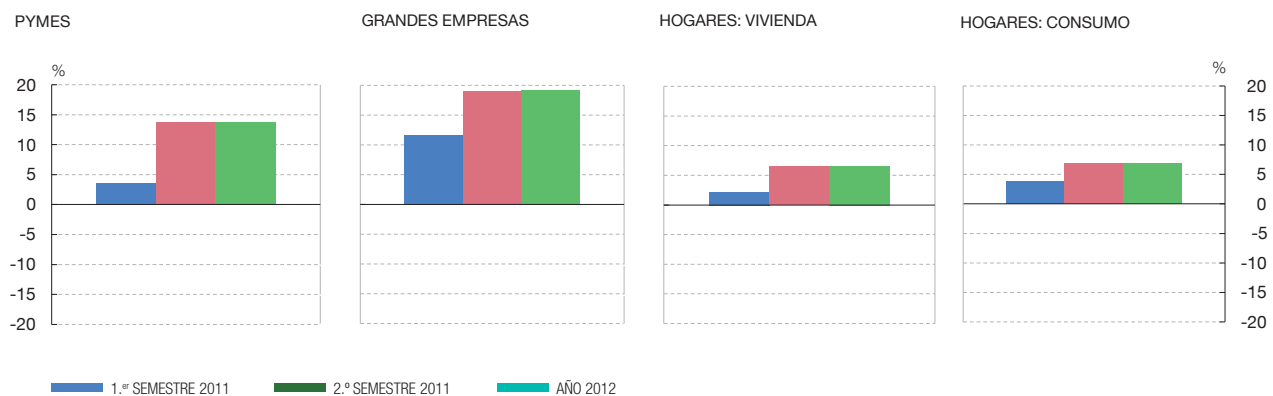
3 Aunque Basilea III no entra en vigor hasta 2013 —con un calendario de transición que dura hasta 2019—, las entidades han podido empezar a adaptarse ya, con la aprobación del acuerdo sobre las nuevas normas de capital, por parte del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en diciembre de 2010.

REPERCUSIONES DE «BASELEA III» Y OTRAS NORMATIVAS ESPECÍFICAS DE CAPITAL RECIENTES SOBRE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS (a)

ESPAÑA



UEM



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Indicador = % de entidades que indican un considerable endurecimiento de los criterios × 1 + % de entidades que indican cierto endurecimiento × 1/2 – % de entidades que indican una cierta relajación × 1/2 – % de entidades que indican una relajación considerable × 1.

Las repercusiones sobre el capital y los activos ponderados resultan mayores en el caso de las instituciones españolas, las cuales han tenido que hacer frente no solo a la próxima entrada en vigor de Basilea III, sino también a los nuevos requerimientos introducidos por el RDL 2/2011, de 18 de febrero.

Pasando a un análisis más detallado del cuestionario regular (véase cuadro 1), se observa que, pese al mantenimiento de los criterios de aprobación de nuevos créditos a sociedades en España, estos se endurecieron ligeramente en el caso de los préstamos a más largo plazo y en los aplicados a las empresas de mayor tamaño, en línea con lo ocurrido en el trimestre anterior y de forma similar a como sucede en la UEM. En general, la mayoría de los factores explicativos tuvo un comportamiento neutral y únicamente las expectativas sobre la evolución de la economía y las relativas a sectores concretos tuvieron un impacto negativo sobre la oferta de préstamos. Las condiciones se hicieron menos favorables, ya que, además de la mencionada ampliación de los márgenes, aumentaron los gastos financieros distintos de los intereses y los compromisos asociados a la concesión. Los cambios en las condiciones fueron, no obstante, de magnitud limitada, aunque algo mayor en el caso de las operaciones con grandes compañías. Esta evolución más negativa en el caso de las grandes corporaciones podría tener que ver con el hecho de que los

	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. RESULTADOS GENERALES:</b>											
<b>OFERTA</b>											
Criterios para la aprobación											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Préstamos a largo plazo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	6	5
Factores de oferta											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	5
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	5
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	2	8	0	0	0	20	10	21	10	6
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	5
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
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	13
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	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	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Compromisos asociados al préstamo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	2
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Previsiones de oferta											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Préstamos a largo plazo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	6	6
<b>DEMANDA</b>											
De préstamos											
En general	0	0	9	1	0	0	10	5	16	5	2
A corto plazo	0	0	8	2	0	0	20	10	21	5	5
A largo plazo	0	0	9	1	0	0	10	5	16	0	2
Factores de demanda											
Inversiones en capital fijo	0	0	9	1	0	0	10	5	16	5	3
Existencias y capital circulante	0	0	9	1	0	0	10	5	16	0	8
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	2
Reestructuración de la deuda	0	0	9	1	0	0	10	5	16	10	8
Financiación interna	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Emisión de valores de renta fija	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Emisión de acciones	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Previsiones de demanda											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	5
Préstamos a corto plazo	0	0	9	1	0	0	10	5	16	5	6
Préstamos a largo plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4



	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</b>											
Criterios para la aprobación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
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	3
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-3
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	2	8	0	0	0	20	10	21	10	5
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	4
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Condiciones de los préstamos/créditos concedidos											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	8	0	0	0	20	10	21	5	5
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	15	13
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	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	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Compromisos asociados al préstamo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	1
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Previsiones de oferta	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos pequeñas y medianas empresas	0	0	8	2	0	0	20	10	21	5	2
Previsiones de demanda	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	5
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRANDES EMPRESAS:</b>											
<b>OFERTA</b>											
Criterios para la aprobación	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	3
Factores de oferta											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	5
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	7
Situación de liquidez de la entidad	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	8
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	2	7	0	0	1	22	11	22	11	6
Perspectivas del sector o sociedades concretas	1	0	8	0	0	1	11	11	33	6	7
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
Condiciones de los préstamos/créditos concedidos											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	7	0	0	1	22	11	22	11	2
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	3	5	0	0	1	44	28	36	22	15
Gastos, excluidos intereses	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	1
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	3
Garantías requeridas	0	2	7	0	0	1	22	11	22	6	4
Compromisos asociados al préstamo	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	3
Plazo de vencimiento	0	2	7	0	0	1	22	11	22	11	4
Previsiones de oferta	1	0	8	0	0	1	11	11	33	6	7
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	-0
Previsiones de demanda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-6	4

	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>											
<b>OFERTA</b>											
Criterios para la aprobación	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	5
<b>Factores de oferta</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	2	7	0	0	1	22	11	22	11	7
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
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	6	3
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	4
<b>Condiciones de los préstamos/créditos concedidos</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	3	6	0	0	1	33	17	25	17	7
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	4	5	0	0	1	44	22	26	22	10
Garantías requeridas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	3
Plazo de vencimiento	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Gastos, excluidos intereses	0	2	7	0	0	1	22	11	22	0	3
Previsiones de oferta	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	6
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos para adquisición de vivienda	1	3	4	1	0	1	-33	-22	44	-33	-3
<b>Factores de demanda</b>											
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	4	5	0	0	1	-44	-22	26	-22	-4
Confianza de los consumidores	0	3	6	0	0	1	-33	-17	25	-17	-3
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-3
Ahorro de las familias	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	0	-3
Préstamos de otras entidades	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	0	-3
Otras fuentes de financiación	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Previsiones de demanda	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	0	-8
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:</b>											
<b>OFERTA</b>											
Criterios para la aprobación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	4
<b>Factores de oferta</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	6
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	4
Solvencia de los consumidores	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	5
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	15	5
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	20	7
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	3
Previsiones de oferta	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos para consumo y otros fines	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-20	-5
<b>Factores de demanda</b>											
Gasto en bienes de consumo duraderos	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-15	-5
Confianza de los consumidores	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-20	-3
Adquisición de valores	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	-2
Ahorro de las familias	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	-3
Préstamos de otras entidades	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	0	-1
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Previsiones de demanda	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	-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.

precios en este tipo de operaciones están en general más ajustados, por lo que su evolución se vería afectada en mayor medida por las dificultades de los bancos para captar recursos en los mercados, como parece indicar el que los costes relacionados con el nivel de capital y la situación de liquidez de la entidad tengan también un efecto negativo, aunque muy modesto, sobre la oferta en este segmento. En el área del euro, los factores ligados a la situación financiera de las entidades desempeñaron también un cierto papel contractivo, mientras que los relativos a la competencia operaron en sentido contrario. Las condiciones se endurecieron principalmente en términos del coste de los préstamos con mayor riesgo, mientras que el aumento de los márgenes ordinarios fue significativamente inferior al observado en nuestro país.

De acuerdo con los encuestados, la demanda de fondos de las sociedades se incrementó ligeramente en España durante el período de abril a junio, en particular en las pymes y en las operaciones a corto plazo. No obstante, las variaciones fueron pequeñas en todos los casos. Los factores que explican este incremento son: la inversión en capital fijo (por segundo trimestre consecutivo), las necesidades ligadas a existencias y capital circulante, y, por último, los procesos de reestructuración de la deuda. Este último factor ha ido perdiendo peso paulatinamente desde mediados de 2009, hasta presentar, en el período analizado, un impacto bastante limitado. En la UEM, las peticiones de financiación de las empresas mostraron una desaceleración significativa durante el trimestre, en contra de las expectativas previas de las entidades y conduciendo a un incremento esperado para los tres siguientes meses también pequeño. Dicha desaceleración fue más marcada en las grandes corporaciones, siendo las necesidades ligadas a nuevas inversiones en capital fijo el factor que más redujo su contribución al crecimiento de la demanda durante este período.

En el sector de hogares, el leve endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevos préstamos para adquisición de vivienda señalado por las entidades españolas respondió, al igual que en el trimestre anterior, al aumento de sus costes de financiación y a la menor disponibilidad de fondos para prestar, así como, en menor medida, al deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda. Por el contrario, la oferta de crédito para consumo y otros fines se mantuvo sin cambios, a pesar de las mencionadas mayores dificultades para acceder a recursos externos de los encuestados. En ambos segmentos, los márgenes se ampliaron (ligeramente más en los préstamos de mayor riesgo) y, como en el caso de las sociedades, aumentaron los gastos distintos de intereses. Los resultados para la UEM son similares, aunque en este caso se observa también una ligera contracción de la oferta de créditos para consumo y otros fines, mientras que los aumentos de márgenes son algo menos marcados.

La demanda de fondos de las familias volvió a disminuir entre abril y junio del año en curso, según las instituciones españolas encuestadas. Dicho descenso fue menor que el registrado tres meses atrás, aunque más acusado de lo esperado por las entidades. Como ya se ha comentado anteriormente, la disminución en las solicitudes de los hogares fue más marcada en los préstamos para adquisición de inmuebles, que continuaron cayendo significativamente durante el segundo trimestre. La eliminación parcial de las deducciones fiscales para la inversión en vivienda a comienzos del año en curso había provocado un adelanto de decisiones de compra a los meses finales de 2010. Consecuentemente, las peticiones se vieron notablemente reducidas en el inicio de 2011. En la pasada Encuesta de abril, las entidades esperaban que dicho proceso fuese transitorio, estabilizándose las solicitudes durante la primavera. Sin embargo, según esta última Encuesta, y en contraste con estas previsiones, la tendencia decreciente se habría prolon-

gado, aunque moderándose algo. De acuerdo con las contestaciones recibidas, dicha evolución fue consecuencia, fundamentalmente, del deterioro en las perspectivas relativas al mercado inmobiliario y de la confianza de los consumidores. Las instituciones encuestadas anticipan, además, un nuevo descenso de la solicitud de fondos para este fin para el trimestre en curso, que sería, no obstante, más moderado que en el primer semestre del año. En el caso de los préstamos destinados a consumo y otros fines, el descenso respondió a la menor confianza de los consumidores y a la disminución en el gasto en bienes duraderos. Los resultados para el área del euro muestran también caídas en la demanda, pero de cuantía inferior a la observada en nuestro país, si bien en el caso de las operaciones de financiación al consumo y otros fines de los hogares se habría producido una cierta intensificación del ritmo de descenso.

Como ya se ha señalado, la Encuesta que aquí se comenta incluía una serie de preguntas adicionales ad hoc (véase cuadro 2). La primera, que aparecía también en trimestres anteriores, indaga sobre la evolución en las condiciones de acceso a la financiación en los mercados mayoristas. En consonancia con las tensiones registradas, las entidades declararon que, tras la mejoría del primer trimestre, se había producido un deterioro en dichas condiciones, que habría sido, en general, más acusado para las instituciones españolas que para el conjunto de la UEM. Únicamente en el caso de los instrumentos para transferir el riesgo de crédito fuera del balance se observa una pequeña mejora en nuestro país, que, no obstante, resulta poco significativa. El empeoramiento fue más marcado en los mercados monetarios a más de una semana y en los de valores a medio y a largo plazo, y también, aunque en menor medida, en los de títulos de renta fija a corto plazo. Las perspectivas de los encuestados para los siguientes tres meses apuntaban un deterioro adicional, en general, aunque con menor intensidad que en el segundo trimestre, en el caso de España, y similar en el área euro.

En relación con el impacto de Basilea III y otras normas específicas de capital aprobadas recientemente<sup>4</sup>, las respuestas de las entidades apuntan a que su introducción habría resultado en un aumento de los niveles de capital y en una reducción en los activos ponderados por riesgo, ya en los primeros seis meses de 2011. Las variaciones habrían sido mayores en España que en la UEM, muy probablemente como consecuencia del efecto diferencial de las nuevas normas de capital introducidas en nuestro país el pasado mes de febrero. La reducción de los activos ponderados por riesgo se habría producido principalmente en aquellos con un mayor nivel de riesgo, mientras que el incremento de los recursos propios habría provenido tanto de los beneficios no distribuidos como de la emisión de acciones, con un mayor peso de este último componente en las instituciones españolas. Para la segunda parte del año, las entidades de una y otra área geográfica esperaban un comportamiento similar, mientras que, en 2012, anticipaban un menor impacto sobre los activos (con un pequeño incremento, incluso, en los préstamos ordinarios en España) y un efecto sobre los recursos propios, resultado en mayor medida de mayores beneficios retenidos que de nuevas emisiones de acciones.

Al mismo tiempo, según las entidades la introducción de estos cambios normativos apenas habría influido sobre los criterios de concesión de préstamos en el primer semestre de 2011. Así, las respuestas muestran un efecto negativo pero muy modesto, exceptuando el segmento de grandes empresas, en el que sí habría habido un impacto algo más acusado. De cara a la segunda mitad del año y a 2012, los efectos contractivos de la nueva normativa de capital tenderían a aumentar en el caso de la UEM, y no mostrarían una tendencia clara en España.

<sup>4</sup> En particular, en el caso español, el RDL 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero.

	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
<b>EFEECTO DE LAS PERTURBACIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE CRÉDITO</b>										
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	3	5	1	0	1	-22	-11	17	-6
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	1	3	4	0	0	2	-50	-31	6	-16
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	4	6	0	0	0	-40	-20	0	-11
Valores distintos de acciones a medio y a largo plazo	2	3	4	0	0	1	-56	-39	6	-16
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	1	6	0	0	3	-14	-7	-7	-11
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	1	7	0	0	2	-13	-6	-6	-4
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	1	5	0	1	3	0	7	-8	-6
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	2	6	1	0	1	-11	-6	6	-7
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	1	1	6	0	0	2	-25	-19	0	-12
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	2	8	0	0	0	-20	-10	0	-11
Valores distintos de acciones a medio y a largo plazo	1	1	6	1	0	1	-11	-11	0	-14
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	0	7	0	0	3	0	0	-7	-8
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	0	8	0	0	2	0	0	-6	-9
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	0	6	0	0	4	0	0	-8	-8
<b>REPERCUSIONES DE «BASILEA III» Y OTRAS NORMATIVAS ESPECÍFICAS DE CAPITAL RECIENTES</b>										
Variación de los activos ponderados por riesgo y nivel de capital. Últimos seis meses										
Activos ponderados por riesgo	0	7	3	0	0	0	-70	-35		-10
De los cuales:										
Préstamos ordinarios	0	2	7	1	0	0	-10	-5		-3
Préstamos de mayor riesgo	0	7	3	0	0	0	-70	-35		-11
Nivel de capital	0	0	3	6	1	0	70	40		27
Del cual:										
Beneficios no distribuidos	0	1	6	3	0	0	20	10		18
Emisión de acciones	0	0	5	2	1	0	38	25		18
Variación de los activos ponderados por riesgo y nivel de capital. Próximos seis meses										
Activos ponderados por riesgo	0	6	4	0	0	0	-60	-30		-10
De los cuales:										
Préstamos ordinarios	0	3	5	2	0	0	-10	-5		-6
Préstamos de mayor riesgo	0	7	3	0	0	0	-70	-35		-15
Nivel de capital	0	0	5	4	1	0	50	30		22
Del cual:										
Beneficios no distribuidos	0	1	6	3	0	0	20	10		18
Emisión de acciones	0	0	7	0	1	0	13	13		12
Variación de los activos ponderados por riesgo y nivel de capital. Año 2012										
Activos ponderados por riesgo	0	4	5	1	0	0	-30	-15		-7
De los cuales:										
Préstamos ordinarios	0	2	5	3	0	0	10	5		-4
Préstamos de mayor riesgo	0	5	4	1	0	0	-40	-20		-16
Nivel de capital	0	0	5	4	1	0	50	30		25
Del cual:										
Beneficios no distribuidos	0	0	6	4	0	0	40	20		25
Emisión de acciones	0	0	7	0	1	0	13	13		4

	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
REPERCUSIONES DE «BASILEA III» Y OTRAS NORMATIVAS ESPECÍFICAS DE CAPITAL RECIENTES										
Variación de los criterios para la concesión de préstamos. Últimos seis meses										
Sociedades										
Pequeñas y medianas empresas	0	1	9	0	0	0	10	5	3	
Grandes empresas	0	3	6	0	0	0	33	17	12	
Hogares										
Destinado a adquisición de vivienda	0	1	8	0	0	0	11	6	2	
Destinado a consumo y otros fines	0	1	9	0	0	0	10	5	4	
Variación de los criterios para la concesión de préstamos. Próximos seis meses										
Sociedades										
Pequeñas y medianas empresas	0	1	9	0	0	0	10	5	14	
Grandes empresas	0	2	7	0	0	0	22	11	19	
Hogares										
Destinado a adquisición de vivienda	0	0	9	0	0	0	0	0	7	
Destinado a consumo y otros fines	0	1	9	0	0	0	10	5	7	
Variación de los criterios para la concesión de préstamos. Año 2012										
Sociedades										
Pequeñas y medianas empresas	0	2	8	0	0	0	20	10	14	
Grandes empresas	0	3	6	0	0	0	33	17	19	
Hogares										
Destinado a adquisición de vivienda	0	0	9	0	0	0	0	0	7	
Destinado a consumo y otros fines	0	1	9	0	0	0	10	5	7	

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Según la pregunta, el símbolo «+» («++») significa una cierta (considerable) mejora en las condiciones de acceso a los mercados de financiación, aumento en los activos ponderados y capital o relajación de los criterios de aprobación; mientras que «-» («--») significa un cierto (considerable) empeoramiento en el acceso a los mercados, disminución en los activos ponderados y capital o endurecimiento de los criterios. La opción «NA» (no aplicable) significa que la entidad no utiliza dicha fuente de financiación. En todos los casos, el signo «o» indica ausencia de cambios.
- b Porcentaje de entidades que han apreciado una mejora en su acceso a los mercados (o un aumento en su capital y riesgos ponderados o un endurecimiento en los criterios de aprobación), menos el porcentaje de entidades que han apreciado un empeoramiento en el acceso a los mercados (o una disminución de su capital y riesgos ponderados o una relajación de los criterios de aprobación).
- 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.

De cara al tercer trimestre del año, las entidades españolas anticipaban un mantenimiento de los criterios de concesión de préstamos a las sociedades y a los hogares, si bien nuevamente se endurecerían algo los aplicados a los créditos de mayor plazo dirigidos a las primeras y a los relativos a las empresas grandes. En la UEM estos se harían ligeramente más restrictivos en todos los casos, excepto para las pymes. Las variaciones serían, en cualquier caso, pequeñas. Por su parte, la demanda de financiación de las compañías registraría también pocos cambios, aumentando ligeramente en el área del euro y manteniéndose estable, en general, en España. Las peticiones de fondos de los hogares disminuirían nuevamente en ambas áreas geográficas, con una intensidad algo mayor en las destinadas a adquisición de vivienda.

20.7.2011.

UN ANÁLISIS DEL DESTINO GEOGRÁFICO DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS  
DE BIENES A TRAVÉS DE UNA ECUACIÓN DE GRAVEDAD

## UN ANÁLISIS DEL DESTINO GEOGRÁFICO DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS DE BIENES A TRAVÉS DE UNA ECUACIÓN DE GRAVEDAD

Este artículo ha sido elaborado por César Martín, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La economía española ha experimentado un notable proceso de internacionalización durante las últimas décadas, que se ha reflejado tanto en las transacciones comerciales como en los flujos financieros con el exterior. A pesar de la ampliación de la base exportadora empresarial y de la expansión de las multinacionales españolas, cuando se comparan las exportaciones de nuestra economía con las de otros países de nuestro entorno, se aprecia que su peso en el PIB es todavía reducido y que algunos de los mercados internacionales más dinámicos — como las economías asiáticas — representan una pequeña parte de las ventas al exterior. Adicionalmente, la proporción de empresas exportadoras sobre el total es inferior en España a la de otras economías y se observa que las empresas tienen dificultades para consolidarse de forma estable en el exterior, en particular las pymes.

Por tanto, cabría preguntarse si la economía española está aprovechando plenamente las posibilidades que ofrecen los mercados exteriores, es decir, si las exportaciones de España se aproximan a los niveles que determinarían las características económicas, institucionales y geográficas de nuestro país y de sus socios comerciales. Para contribuir a responder a esta pregunta, en este trabajo se estima una ecuación de gravedad, que, en su versión más simple, se basa en que el comercio bilateral entre dos países depende positivamente de su tamaño económico y negativamente de la distancia geográfica existente entre ambos, dado que esta aproxima los costes de transporte. La estimación realizada en este artículo se amplía para tener en cuenta, además, el grado de proximidad cultural, y emplea datos relativos al período 1962-2008 para todos los países a los que se destinan las exportaciones españolas de bienes. En todo caso, conviene tener en cuenta que esta aproximación complementa los análisis basados en los determinantes tradicionales de las exportaciones — como la evolución de la competitividad — y en el estudio del patrón de especialización por productos, que, en conjunto, permiten realizar un diagnóstico más preciso del comportamiento del sector exterior [véanse García et ál. (2009) y García y Tello (2011)].

Tras esta introducción, en la siguiente sección se sintetizan los postulados de los modelos de gravedad. A continuación, se comenta a grandes rasgos la evolución de la integración comercial con el exterior de España durante las últimas décadas. En la siguiente sección se describe la aproximación empírica empleada en este trabajo para estimar la ecuación de gravedad de España y sus socios comerciales, y se presentan los principales resultados obtenidos. Seguidamente, se analiza en qué medida el comercio observado se aproxima al nivel estimado por la ecuación de gravedad, y, al final, se resumen las principales conclusiones.

### La ecuación de gravedad de las exportaciones de bienes

La ecuación de gravedad de los flujos de exportación constituye una de las herramientas más utilizadas en la literatura empírica para analizar los determinantes de las relaciones comerciales bilaterales entre un conjunto de países y para estimar los efectos de los acuerdos de integración regional. En sus inicios, este tipo de modelos fueron cuestionados por carecer de un fundamento teórico sólido, si bien posteriormente se ha demostrado que sus resultados son compatibles con las teorías del comercio inter-



nacional, incluidos sus desarrollos más recientes<sup>1</sup>. Una forma genérica de la ecuación de gravedad es:

$$X_{ij} = G \text{ PIB}_i \text{ PIB}_j \Phi_{ij} \quad [1]$$

siendo  $X_{ij}$  las exportaciones del país  $i$  al  $j$  y  $G$  una constante de proporcionalidad<sup>2</sup>. Los PIB de ambos socios comerciales afectan positivamente a las exportaciones bilaterales, en la medida en que el del país importador refleja su demanda de bienes y el del país exportador aproxima su capacidad de oferta de exportaciones. De acuerdo con diversas especificaciones teóricas, dicha capacidad de oferta es proporcional al PIB por la existencia de rendimientos crecientes a escala (los países más grandes ofrecen bienes a precios más bajos) o por el mayor número de variedades que producen las economías de mayor tamaño [véase Gordo, Moral y Pérez (2004)]. Los costes de exportación se recogen en la matriz  $\Phi_{ij}$  y se pueden clasificar en varias categorías: en primer lugar, la distancia geográfica bilateral, que se puede refinar teniendo en cuenta la existencia de barreras naturales y la calidad de las infraestructuras; en segundo lugar, las medidas de política comercial que afectan a las transacciones, como la existencia de aranceles o la pertenencia a áreas de libre comercio; por último, se encuentran los costes asociados a la lejanía cultural o institucional, que pueden dificultar las transacciones comerciales entre distintos países.

Las ecuaciones de gravedad también pueden emplearse para valorar en qué medida las exportaciones bilaterales difieren de los niveles explicados a partir de las características del país exportador y de sus socios comerciales. La divergencia entre los valores observados y los ajustados por la ecuación, en caso de ser negativa, sugeriría que hay condicionantes que podrían estar limitando el avance de las exportaciones —apuntando, por ejemplo, a un deterioro de la posición competitiva del país exportador o a dificultades de acceso o consolidación de las empresas en los mercados internacionales—, y, si es positiva, a la existencia de factores como ganancias de calidad o interrelaciones positivas con la Inversión Exterior Directa (IED). Es importante resaltar que las ecuaciones de gravedad no permiten cuantificar directamente el crecimiento potencial del total de exportaciones de una economía, sino que muestran si las exportaciones bilaterales responden en mayor o menor medida a los que podrían ser sus determinantes principales, que recogen tanto aspectos económicos como geográficos o institucionales.

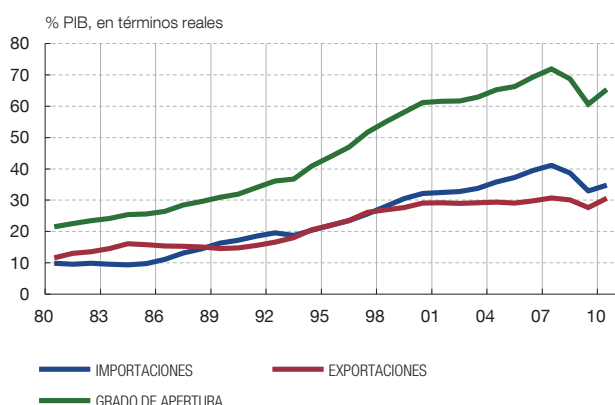
### Evolución y estructura geográfica de las exportaciones españolas en la última década

La integración comercial de la economía española ha seguido una trayectoria ascendente durante las últimas décadas, de manera que su grado de apertura (definido como la suma de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios en términos reales) alcanzó un máximo del 72 % del PIB en 2007 (véase gráfico 1). La reciente crisis económica interrumpió temporalmente esa senda creciente, debido al colapso del comercio mundial y al fuerte

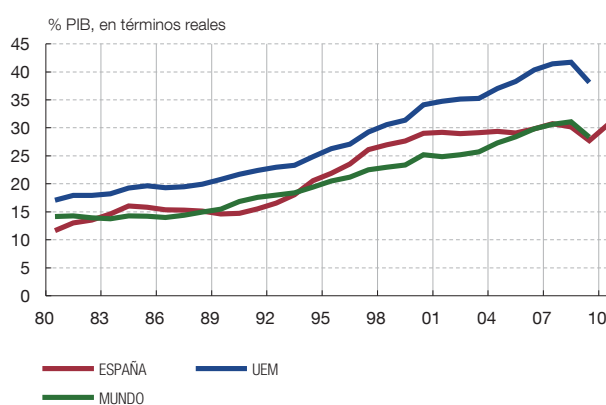
1 Estos se centran en el impacto de los costes de exportación en un contexto de heterogeneidad en los niveles de productividad de las empresas [véase Chaney (2008)]. Las ecuaciones de gravedad también pueden derivarse del modelo de Heckscher-Ohlin [véanse Deardoff (1998) y Evenett y Keller (2002)] —que supone competencia perfecta y homogeneidad de bienes y se centra en el papel de las diferencias relativas de dotaciones de factores— y de aquellos otros donde existen rendimientos crecientes a escala y/o diferenciación de productos en un entorno de competencia monopolística [véanse Anderson y Van Wincoop (2003) y Helpman y Krugman (1985)]. Por su parte, la derivación de ecuaciones de gravedad a partir de modelos que introducen heterogeneidad empresarial permite identificar los parámetros estructurales que reflejan la interacción entre el tamaño de una economía, la distancia y la productividad con los denominados «margen extensivo» (número de empresas exportadoras) e «intensivo» (valor promedio por empresa de las exportaciones) de los flujos comerciales.

2 Versiones más complejas de la ecuación de gravedad incluyen factores específicos del país exportador y del importador, respectivamente, que condicionan la capacidad de acceso a los mercados de la economía exportadora, entre los que suelen considerarse los niveles de eficiencia de ambas economías, la elasticidad de sustitución de los bienes —que aproxima el grado de competencia de los mercados—, la dotación relativa de factores productivos y los precios relativos entre ambos países.

APERTURA COMERCIAL DE ESPAÑA (BIENES Y SERVICIOS)



PESO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS EN EL PIB. COMPARACIÓN INTERNACIONAL



FUENTES: ONU, INE y Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

ajuste de la demanda interna española, de manera que el grado de apertura descendió en 2009 hasta porcentajes similares a los del año 2000 (61 % del PIB). Las exportaciones mostraron una mayor resistencia que las compras al exterior, de manera que en 2010 su participación en el PIB fue similar a la registrada en 2007 (en torno al 31 % del PIB), lo que no ocurrió en el caso de las importaciones.

La participación en el PIB de las exportaciones españolas se ha estabilizado a lo largo de la última década, lo que contrasta con el perfil creciente de las exportaciones de la UEM. Esta evolución ha podido responder a diversos factores, como el mayor dinamismo del sector no comerciable en la fase de expansión en España, las pérdidas de competitividad-precio y coste acumuladas por nuestra economía desde la creación de la moneda única, la competencia creciente de las economías emergentes y el patrón de especialización geográfico de las exportaciones, en el que están infrarrepresentados los mercados con mayor dinamismo.

Cuando se compara con el conjunto de la UE, se aprecia que las exportaciones españolas de bienes, en términos nominales, están más orientadas hacia mercados maduros, como la UEM (que representa alrededor del 60 % del total), si bien su peso relativo se ha reducido modestamente en los últimos años (véase cuadro 1). La importancia de la zona del euro es coherente con los modelos de gravedad, debido a la cercanía geográfica y a la existencia de la moneda única, que reduce notablemente los costes de transacción y aumenta la semejanza institucional. La participación del resto de la UE en las exportaciones españolas se ha incrementado moderadamente, ya que el descenso de la importancia relativa del Reino Unido ha contrarrestado, en parte, la tendencia creciente de las ventas dirigidas a los nuevos países miembros. A pesar de esto, se mantiene una brecha significativa con el peso que representan esos nuevos países miembros en las exportaciones del conjunto de la UE. En cuanto a las ventas españolas destinadas a los países europeos extracomunitarios, el área mediterránea y Latinoamérica tienen una participación más elevada en el comercio español que en el comunitario, lo que podría reflejar, en el primer caso, la cercanía geográfica y las iniciativas políticas adoptadas para impulsar el comercio entre esta región y la UE, y, en el segundo caso, los lazos históricos y culturales con España. Por el contrario, las exportaciones dirigidas a China siguen siendo, a pesar de su reciente dinamismo, una fracción minoritaria del total. Asimismo, la participación de América del Norte y las economías asiáticas industrializadas en las exportaciones de bienes españolas es menor que en la UE,

Porcentaje del total

	UE	UEM	Resto de la UE	Europa extracomunitaria	Área mediterránea (a)	Norteamérica (b)	Latinoamérica	Economías asiáticas industrializadas (c)	China
<b>ESPAÑA</b>									
1990-1994	64,3	54,3	10,0	2,0	3,2	6,1	3,7	2,2	0,5
1995-1999	66,6	56,6	10,0	3,5	3,5	4,4	5,4	3,6	0,9
2000-2004	73,0	59,9	12,1	4,8	3,2	5,3	6,1	2,5	0,4
2005-2009	72,4	58,4	13,2	6,2	3,5	4,5	5,2	1,9	1,0
<b>UE</b>									
1990-1994	61,1	48,7	12,4	1,8	2,4	8,0	1,9	4,8	0,5
1995-1999	61,6	47,2	14,1	6,9	2,3	7,2	2,6	6,2	0,9
2000-2004	67,9	51,8	15,8	6,6	2,1	9,6	2,4	4,8	1,0
2005-2009	67,7	50,8	16,7	7,9	1,9	8,4	1,9	4,0	1,6

FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

a Marruecos, Argelia, Túnez, Libia, Egipto, Israel, Gaza y Cisjordania, Jordania, Líbano y Siria.

b Estados Unidos y Canadá.

c Japón, Hong Kong, Singapur, Taiwán, Corea del Sur, Tailandia y Malasia.

situación que es particularmente relevante, ya que estas economías suponen alrededor del 45 % del PIB y del 35 % del comercio mundial de bienes, frente a un 15 % y un 28 % de la UEM, respectivamente. Pese a este reducido grado de penetración de las exportaciones españolas en algunos de los mercados más dinámicos a nivel internacional, la cuota de las exportaciones españolas ha tenido una evolución relativamente favorable en términos comparativos en la última década [véase García y Tello (2011)].

### Ecuación de gravedad de las exportaciones españolas de bienes: especificación empírica y resultados de la estimación

Para estimar la ecuación de gravedad se ha utilizado la información proporcionada por diversas fuentes internacionales, relativa al período 1962-2008. Los datos de las exportaciones de bienes proceden de la base de datos COMTRADE elaborada por las Naciones Unidas, que cubre las ventas al exterior realizadas por España a 232 países<sup>3</sup>. Para construir las series de PIB de cada país y de tipos de cambio bilaterales, se han utilizado datos del Banco Mundial, del FMI y, en algún caso, de fuentes estadísticas nacionales. En cuanto a las características geográficas y culturales de los países del mundo, tales como la distancia, la existencia de salida al mar y el idioma oficial, se han empleado datos del Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII).

La especificación de la ecuación de gravedad que se ha adoptado para las exportaciones españolas de bienes hacia el resto del mundo es similar a la utilizada en buena parte de la literatura. A partir de la ecuación [1] y tomando logaritmos, se obtiene:

$$\ln X_{Ejt} = \beta_0 + B_{1t} \text{AÑO}_t + \beta_2 \ln \text{PIB}_{Et} + \beta_3 \ln \text{PIB}_{jt} + \beta_4 \ln \text{DIST}_{Ej} + \beta_5 \Phi_{Ejt} + u_{Ejt} \quad [2]$$

La variable dependiente son las exportaciones anuales nominales bilaterales de España hacia el resto de países del mundo ( $X_{Ejt}$ ), valoradas en dólares. El primer término de la derecha ( $\text{AÑO}_t$ ) es una matriz de variables ficticias en la que cada una toma el valor 1 en el año  $t$  y 0 en los demás y captura la existencia de perturbaciones que afecten al conjunto de países, como, por ejemplo, los avances en su proceso de internacionalización y

<sup>3</sup> La cobertura de los datos es muy elevada, ya que, por ejemplo, entre los años 2000 y 2008 alcanzan, en promedio, más del 95 % de la cifra de exportaciones totales de España reportada por el Departamento de Aduanas.

apertura. Para aproximar el tamaño de España y de cada socio comercial, se utiliza el PIB anual nominal valorado en dólares ( $PIB_{Et}$  y  $PIB_{jt}$ , respectivamente). En ambos casos, la teoría predice que sus coeficientes serán positivos, como se ha descrito en la segunda sección. A continuación, se incluyen las variables que aproximan los costes de exportación<sup>4</sup>. En primer lugar, se considera la distancia entre las capitales de cada país con la de España ( $DIST_{Ej}$ ), cuyo coeficiente debería ser negativo según el modelo de gravedad. La matriz  $\Phi_{Ejt}$  recoge, junto al tipo de cambio bilateral, un conjunto de factores que también afectan a los costes de exportación. Así, para tener en cuenta el impacto de las características geográficas de los socios comerciales, se incorporan dos variables ficticias, que toman el valor 1 si el socio comercial no tiene salida al mar o si tiene frontera terrestre con España, y 0 en caso contrario. La teoría predice que el coeficiente de la primera variable sería negativo, mientras que el de la segunda sería positivo. Para aproximar la cercanía histórica y cultural, que favorecería las exportaciones, se incluye también en esa matriz una variable dicotómica, que toma valor 1 si el español es una lengua oficial en el país de destino de la exportación. Y, con el objetivo de recoger el impacto positivo sobre las ventas al exterior de España de su pertenencia a la UE, se utiliza una variable ficticia que toma el valor 1 si el socio comercial en cada año pertenece a dicha área y 0 en caso contrario. Finalmente,  $u_{Ejt}$  es el término de error de la ecuación de gravedad.

En una segunda especificación<sup>5</sup> se incorporan variables ficticias para cada país y se eliminan aquellas que en la primera especificación recogen características constantes en el tiempo de cada país (es decir, las geográficas y culturales). El coeficiente de la variable ficticia-país no solo agrega, por tanto, el impacto conjunto de esas características, sino que también recoge la incidencia de otros rasgos no observables en cada país que podrían sesgar los resultados de la primera especificación.

La evidencia preliminar resulta coherente con los postulados de los modelos de gravedad, ya que el efecto del PIB de cada socio comercial sobre las exportaciones españolas es positivo, mientras que el de la distancia geográfica es negativo. Asimismo, la existencia de acuerdos comerciales o monetarios y las relaciones históricas y culturales parecen tener un impacto positivo sobre las exportaciones españolas, ya que, como se aprecia en el gráfico 2, los valores de las ventas al exterior hacia países hispanohablantes o miembros de la UE tienden a situarse por encima de la recta de regresión lineal para el conjunto de los datos.

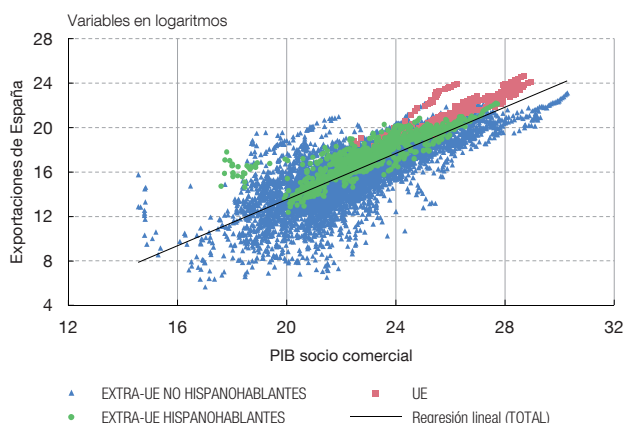
En el cuadro 2 se presentan los coeficientes estimados para la ecuación de gravedad de las exportaciones de España definidas en los párrafos anteriores. Estos resultados se obtienen al aplicar mínimos cuadrados ordinarios a las dos especificaciones anteriores con errores estándar robustos. Las regresiones se realizan para dos períodos (1962-2008 y 1990-2008), con el objetivo de identificar posibles cambios en los determinantes de las exportaciones españolas durante las últimas décadas<sup>6</sup>. Los resultados de la estimación

4 La existencia de aranceles a las ventas españolas es otro factor que condicionaría los costes de exportación bilaterales.

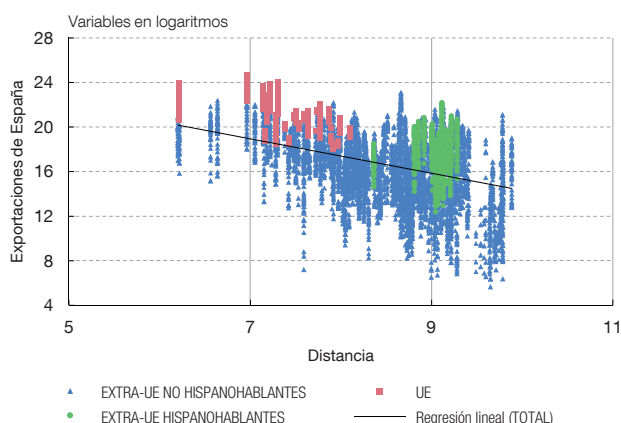
5 También se realizaron estimaciones de datos de panel incorporando efectos fijos para cada nación a la primera especificación, manteniendo en la regresión las características constantes en el tiempo de cada país. La bondad de ajuste es similar a la de las estimaciones presentadas, y los signos y significatividad de los coeficientes están en línea, en general, con lo postulado por la teoría.

6 Los coeficientes de la estimación de las variables en logaritmos han de interpretarse como elasticidades, es decir, como el cambio porcentual en las exportaciones si la variable explicativa aumenta un 1 %. Así, por ejemplo, en la regresión [1] un incremento del PIB del socio comercial de un 1 % incrementaría las exportaciones españolas en 0,85 pp. En el caso de las variables dicotómicas, los coeficientes son semielasticidades, es decir, si multiplicamos por 100 el coeficiente, obtendríamos el cambio porcentual del nivel de las exportaciones ante un cambio unitario en la variable ficticia; por ejemplo, en la ecuación [1], las ventas al exterior prácticamente se duplican si el idioma del país importador es el español, respecto al país cuyo idioma es distinto.

EXPORTACIONES BILATERALES DE ESPAÑA Y PIB DE LOS SOCIOS COMERCIALES



EXPORTACIONES BILATERALES DE ESPAÑA Y DISTANCIA



FUENTES: Fuentes estadísticas nacionales, Banco Mundial, FMI y CEPIL.

RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN DE LA ECUACIÓN DE GRAVEDAD (a)

CUADRO 2

	(1) (b)	(2) (c)	(3) (b)	(4) (c)
	1962-2008		1990-2008	
PIB nominal de España	0,496 (0,000)	0,786 (0,000)	0,618 (0,000)	1,173 (0,000)
PIB nominal del socio comercial	0,852 (0,000)	0,504 (0,000)	0,917 (0,000)	0,381 (0,000)
Logaritmo del tipo de cambio bilateral	-0,002 (0,525)	-0,030 (0,000)	-0,002 (0,761)	-0,030 (0,003)
Pertenencia a la UE	0,048 (0,306)	0,383 (0,000)	-0,174 (0,007)	0,238 (0,000)
Logaritmo de la distancia	-1,433 (0,000)		-1,391 (0,000)	
Frontera común	0,662 (0,000)		1,185 (0,000)	
Idioma común (español)	1,952 (0,000)		1,695 (0,000)	
Sin salida al mar	-1,088 (0,000)		-1,040 (0,000)	
Constante	-4,028 (0,000)	-14,529 (0,000)	-9,344 (0,000)	-21,911 (0,000)
R cuadrado	0,812	0,920	0,825	0,940
Variables ficticias para cada año	Sí	Sí	Sí	Sí
Variables ficticias para cada país importador	No	Sí	No	Sí
Número de observaciones	6.779	6.782	3.406	3.409

FUENTE: Banco de España.

- a Todas las regresiones son MCO. Entre paréntesis se representa el p-valor. Un valor cero implica que la significatividad de la variable es del 100 %.  
b Estimación MCO con variables ficticias para cada año y en la que se mantienen las características constantes de cada país.  
c Estimación MCO con variables ficticias para cada año y para cada país importador, en la que no se incluyen las características constantes de cada país.

corroboran, en líneas generales, las relaciones anticipadas por la ecuación de gravedad, y el ajuste de las regresiones es muy elevado, en línea con la literatura empírica existente para otras áreas. El tamaño económico, aproximado por los PIB nominales de España y sus socios comerciales, influye positivamente sobre la magnitud de las exportaciones españolas. La proximidad cultural tiene un impacto favorable todavía más significativo, como se aprecia en el coeficiente de idioma común, sin que apenas haya descendido su relevancia durante el horizonte de análisis. Asimismo, compartir frontera terrestre con un país eleva apreciablemente las exportaciones bilaterales, en línea con la evidencia empírica internacional. En cambio, el efecto estimado para la pertenencia o no del socio comercial a la UE no es concluyente, y depende de la especificación utilizada<sup>7</sup>. En sentido contrario, la distancia bilateral y la ausencia de salida al mar del socio comercial inciden, como predice la teoría, negativa y significativamente sobre la magnitud de las exportaciones españolas. Finalmente, un tipo de cambio más apreciado también tiende a reducir las exportaciones bilaterales, aunque su impacto es muy reducido. Al igual que ocurre con la pertenencia a la UE, la significatividad de esta variable mejora cuando se introducen efectos fijos para cada país.

### Una evaluación de las exportaciones españolas de bienes por destino geográfico

Una vez estimada la ecuación de gravedad de las exportaciones españolas, se puede analizar en qué medida el comercio con cada país se acerca al nivel estimado por la ecuación de gravedad. Para ello, se construye un índice ( $X_{Ej}^P$ ) para cada socio comercial de la forma siguiente:

$$X_{Ej}^P = \frac{e^{\ln X_{Ej}}}{e^{\widehat{\ln X_{Ej}}}} \quad [3]$$

siendo  $\widehat{\ln X_{Ej}}$  el valor estimado del logaritmo de las exportaciones entre España y el país  $j$ . Si el cociente anterior es menor que 1, las ventas observadas estarían por debajo de lo esperado a partir de las características de ambos países. Esta expresión se puede calcular para distintas áreas agregando los índices de cada país perteneciente a cada zona. Aun con las cautelas necesarias con que hay que tratar una estimación de este tipo, a partir de este índice se puede analizar en qué áreas las exportaciones españolas de bienes están en línea con lo previsto o todavía podrían tener recorrido al alza, lo que podría señalar, a su vez, problemas de penetración de las empresas españolas en algunos mercados. Como se aprecia en el cuadro 3, las exportaciones españolas se aproximan bastante a los valores ajustados por la ecuación de gravedad (es decir, el cociente antes comentado se encuentra próximo a 1) en buena parte de sus mercados de exportación. No obstante, también se observan mercados relevantes en los que hay una brecha entre las exportaciones observadas y las ajustadas por la ecuación de gravedad<sup>8</sup>.

Empezando por la UE, que es el destino principal de las exportaciones españolas, las ventas al exterior estarían en línea con las estimaciones de la ecuación de gravedad, aunque, cuando se analizan las décadas más recientes, se aprecia una cierta moderación del índice calculado, que podría reflejar la competencia de los nuevos miembros de la UE y de

7 De acuerdo con la teoría y la evidencia disponible, la pertenencia a un mercado único común favorece el comercio entre los países integrantes. La no significatividad de esta variable en la primera especificación podría reflejar la existencia de factores inobservables que sesgan las estimaciones, ya que, cuando se incluyen las variables ficticias para cada país —que recogerían el impacto de las características estables de cada socio comercial—, el coeficiente es positivo y significativo. La disminución de dicho coeficiente en el último tramo del período muestral podría reflejar la creciente diversificación geográfica de las exportaciones españolas hacia países extracomunitarios y la penetración en el mercado comunitario de las importaciones procedentes de nuevos competidores emergentes.

8 Estos índices también se han calculado para las estimaciones con variables ficticias para cada año y en la que se mantienen las características constantes de cada país [es decir, las regresiones (1) y (3) del cuadro 2], sin que haya cambios cualitativos en los resultados.

	(I) (b)	(II) (b)
	Período de estimación de la ecuación de gravedad	
	1962-2008	1990-2008
UE	1,034	0,996
UEM	1,037	0,948
RESTO DE LA UE	1,029	1,069
EUROPA EXTRACOMUNITARIA	1,662	1,350
ÁREA MEDITERRÁNEA (c)	0,852	0,920
NORTEAMÉRICA (d)	0,631	0,867
LATINOAMÉRICA	1,477	1,319
CHINA	1,700	0,932
ASIA INDUSTRIALIZADA (e)	1,147	0,772

FUENTE: Banco de España, a partir de datos de la ONU, la CEPIL y el Banco Mundial.

- a Un índice con valor superior a 1 implica que las exportaciones españolas superan lo predicho por la ecuación, y lo contrario cuando dicho cociente es inferior a la unidad.  
b Estimación MCO con variables ficticias para cada año y para cada país importador, en la que no se incluyen las características constantes de cada país [regresiones (2) y (4) del cuadro 2].  
c Marruecos, Argelia, Túnez, Libia, Egipto, Israel, Gaza y Cisjordania, Jordania, Líbano y Siria.  
d Estados Unidos y Canadá.  
e Japón, Hong Kong, Singapur, Taiwán, Corea del Sur, Tailandia y Malasia.

las economías emergentes. En el resto de Europa, las exportaciones también se sitúan en torno a los niveles ajustados, ya que la relativa lejanía geográfica y la ausencia de relaciones culturales e históricas dificultan una implantación más profunda en dichos mercados. En cambio, dichas relaciones han posibilitado la penetración de los exportadores españoles en Latinoamérica, área en la que se habrían superado los valores estimados por la ecuación de gravedad, lo que podría estar relacionado con la fuerte implantación de las empresas españolas en dicha área<sup>9</sup>. En el período más reciente, Norteamérica y los mercados asiáticos, entre los que destaca China, son los destinos en los que las exportaciones españolas se encuentran más claramente por debajo de los valores estimados por la ecuación de gravedad, si bien, en la actualidad, las ventas dirigidas hacia estas áreas están teniendo un comportamiento dinámico. En el caso de las ventas dirigidas a los países ribereños del Mediterráneo, también se aprecia que existe cierto recorrido al alza<sup>10</sup>.

## Conclusiones

En este artículo se estima una ecuación de gravedad para las exportaciones españolas de bienes, con el fin de analizar en qué medida el destino geográfico de las mismas difiere de los valores que se explicarían por las características de tamaño y localización geográfica de nuestro país en relación con las de nuestros socios comerciales. Esta aproximación complementa los análisis basados en los determinantes tradicionales de las exportaciones —como la evolución de la competitividad— y en el estudio del patrón de especialización por productos. Los resultados obtenidos confirman que el tamaño de los socios comerciales y, en particular, la cercanía cultural contribuyen positivamente a las ventas en el exterior, mientras que, por el contrario, los costes de exportación tienen un impacto negativo. Las estimaciones realizadas en este trabajo señalan que las exportaciones españolas

9 España es el segundo inversor directo en Latinoamérica, por detrás de Estados Unidos, con más del 10% del stock total de IED del exterior de dicha área.

10 En 2008, el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio puso en funcionamiento Planes Integrales de Desarrollo de Mercados (PIDM), con el fin de fomentar las relaciones económicas y comerciales de España con varios países de estas áreas considerados prioritarios. Por el momento, son nueve los planes puestos en marcha: Brasil, China, Rusia, México, Estados Unidos, India, Argelia, Marruecos y Japón. En los casos de Estados Unidos y Rusia, también se ha puesto en marcha el Plan Made in/Made by Spain.



están cerca o superan los niveles predichos por la ecuación de gravedad en la UE y Latinoamérica, lo que subraya el esfuerzo de internacionalización de las empresas exportadoras españolas, especialmente relevante en forma de IED en ambas áreas. En cambio, las exportaciones están por debajo de lo que cabría anticipar en Norteamérica, China y las economías asiáticas industrializadas, incluso teniendo en cuenta aspectos como la alejada distancia y la ausencia de relaciones históricas y culturales significativas. Las exportaciones españolas también estarían por debajo de los valores predichos por la ecuación de gravedad en el caso de los países no europeos ribereños del Mediterráneo.

Estos resultados sugieren que no solo las características históricas y geográficas de nuestra economía estarían condicionando el avance de las exportaciones españolas, sino que también estarían actuando otros factores. Así, por ejemplo, la menor penetración en mercados más distantes cultural y geográficamente podría estar relacionada con algunas características del tejido empresarial español, constituido principalmente por pymes, que presentan más dificultades para afrontar los costes de exportación hacia esos mercados [véase Martín et ál. (2009)]. Por tanto, para estimular un crecimiento sostenido de las exportaciones a largo plazo, además de consolidar ganancias permanentes de la competitividad, sería relevante, entre otras cosas, reducir los costes informativos y administrativos asociados a la penetración y consolidación en estos nuevos mercados.

28.7.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANDERSON, J., y E. VAN WINCOOP (2003). «Gravity with gravitas: a solution to the border puzzle», *American Economic Review*, vol. 93, n.º 1, pp. 170-192.
- BALDWIN, R., y D. TAGLIONI (2006). *Gravity for dummies and dummies for gravity equation*, CEPR Discussion Papers, n.º 5850.
- CHANEY, T. (2008). «Distorted gravity: the intensive and extensive margins of international trade», *American Economic Review*, vol. 98, n.º 4, pp. 1707-1721.
- DEARDORFF, A. (1998). «Determinants of Bilateral Trade: Does Gravity Work in a Neoclassical World?», *The Regionalization of the World Economy*, University of Chicago Press, pp. 7-32.
- EVENETT, S. J., y W. KELLER (2002). «On theories explaining the success of the gravity equation», *Journal of Political Economy*, vol. 110, n.º 2, pp. 281-316.
- GARCÍA, C., E. GORDO, J. MARTÍNEZ-MARTÍN y P. TELLO (2009). *Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.
- GARCÍA, C., y P. TELLO (2011). «La evolución de la cuota de exportación de los productos españoles en la última década: el papel de la especialización comercial y de la competitividad», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- GORDO, E., E. MORAL y M. PÉREZ (2004). *Algunas implicaciones de la ampliación de la UE para la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0403, Banco de España.
- HELPMAN, E., y P. KRUGMAN (1985). *Market structure and foreign trade: increasing return, imperfect competition and the international economy*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- MARTÍN, C., A. RODRÍGUEZ y P. TELLO (2009). «Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- RUIZ, J. M., y J. M. VILARRUBIA (2007). *The wise use of dummies in gravity models: export potentials in the Euromed Region*, Documentos de Trabajo, n.º 0720, Banco de España.



LOS RENDIMIENTOS SALARIALES Y LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL NIVEL  
EDUCATIVO

Este artículo ha sido elaborado por Sergio Puente y Ernesto Villanueva, de la Dirección General del Servicio de Estudios<sup>1</sup>.

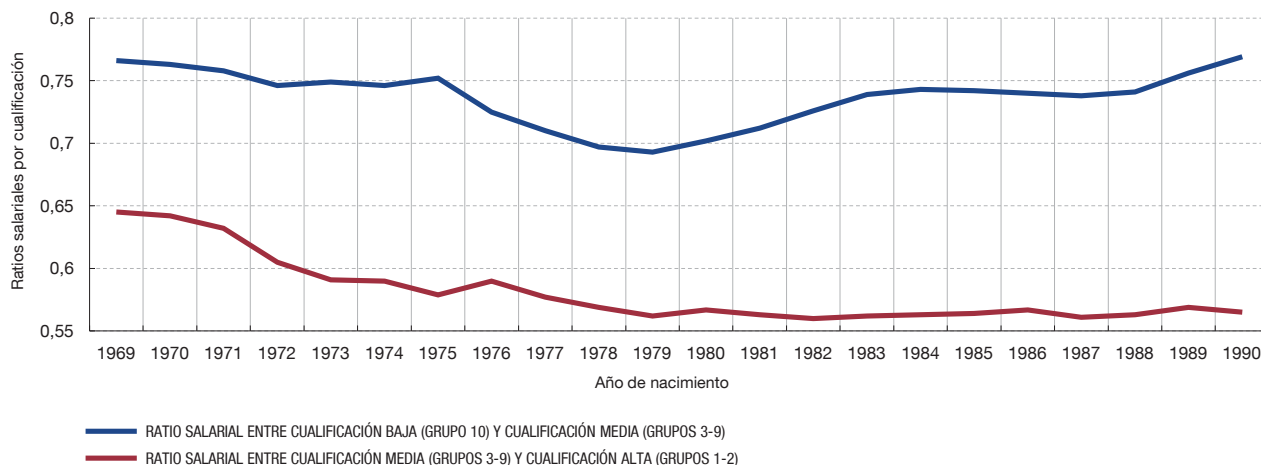
## Introducción

En las últimas décadas, el nivel educativo de la población española ha aumentado considerablemente. Según ECB (2008), el porcentaje de la población de entre 30 y 54 años con educación primaria o inferior pasó del 76,1 % en 1992 al 46,6 % en 2007, mientras que el porcentaje de población con educación terciaria creció más de 17 puntos porcentuales (de 12,9 % a 30,5 %) en el mismo período. Estas mejoras fueron significativamente superiores a las observadas en otros países europeos, lo que explica al menos parte del proceso de convergencia con otros países europeos que se ha producido en las últimas décadas, dado que la educación es el principal determinante de la productividad a largo plazo.

El nivel educativo medio de la población es una variable que presenta una fuerte inercia temporal, al depender sus variaciones de la diferencia en los niveles educativos entre las generaciones. Por ello, para poder estudiar con mayor precisión los desarrollos educativos recientes, resulta útil analizar las variaciones del nivel educativo para las generaciones más jóvenes. ECB (2008) muestra que, entre la población de 20 a 24 años, el porcentaje de población con estudios bajos cayó en más de 12 pp entre 1992 y 1999, tendencia que se revirtió a partir de entonces, de modo que en 2007 esta proporción había aumentado en 5 pp con respecto a los niveles de 2009, al tiempo que se observaba una disminución del porcentaje de población con nivel de estudios altos. De prolongarse esta trayectoria reciente (que es posible apreciar en otros países europeos), la convergencia con Europa en educación y renta podría verse afectada.

La teoría del capital humano estipula que uno de los determinantes más importantes de la decisión de educación es la percepción que un individuo tiene acerca de los rendimientos que puede obtener de la inversión en dicho tipo de capital a lo largo de su vida laboral. En este sentido, el gráfico 1 muestra la evolución de dos aproximaciones a los rendimientos de la educación para las generaciones nacidas entre 1967 y 1985, ambas obtenidas usando la Muestra Continua de Vidas Laborales. La primera trata de aproximar el incentivo a adquirir algún tipo de educación y consiste en la ratio que cada generación observa a los 17 años entre el salario mediano del grupo de cotización con menor cualificación y el de los grupos de cualificación medios. La segunda mide el incentivo a adquirir educación universitaria, y se obtiene como la ratio del salario en los grupos medios como fracción del salario de los grupos superiores —en los que se integran licenciados e ingenieros—. Según estos datos, las generaciones nacidas después de 1978 habrían observado a los 17 años que los salarios de un trabajador cualificado habían ido cayendo en comparación con los de uno no cualificado. Por tanto, parece que en el período analizado se produjeron ciertos cambios salariales, posiblemente determinados por el patrón de crecimiento de esos años, con un desarrollo excesivo de determinados sectores, como fue el de la construcción, que demandaron mano de obra no cualificada, y que hicieron que los rendimientos de la educación percibidos por los nuevos entrantes en el mercado laboral fueran cada

<sup>1</sup> Este artículo resume el Documento de Trabajo *The response of schooling attainment to a sustained increase in low skill wages: evidence from Spain* (de próxima aparición), elaborado por Aitor Lacuesta, Sergio Puente y Ernesto Villanueva.



FUENTE: Los salarios por grupo de cotización están obtenidos de la Muestra Continua de Vidas Laborales, con datos de varones de entre 25 y 45 años, excepto para el grupo 10, que utiliza varones entre 16 y 45 años.

vez menores<sup>2</sup>. Si bien en otros países (Estados Unidos, por ejemplo) se han observado aumentos salariales para profesiones con baja cualificación [véanse Autor y Dorn (2010) o Goos et ál. (2010)], España es uno de los pocos países en los que el retorno a la educación universitaria ha disminuido durante la década iniciada en 2000.

El objetivo de este artículo es, por tanto, documentar estos fenómenos, y estudiar hasta qué punto la caída de los retornos educativos puede estar condicionando las decisiones de educación de los jóvenes españoles en el período más reciente.

### La evolución del nivel educativo en el período más reciente y el papel que desempeñan los rendimientos salariales

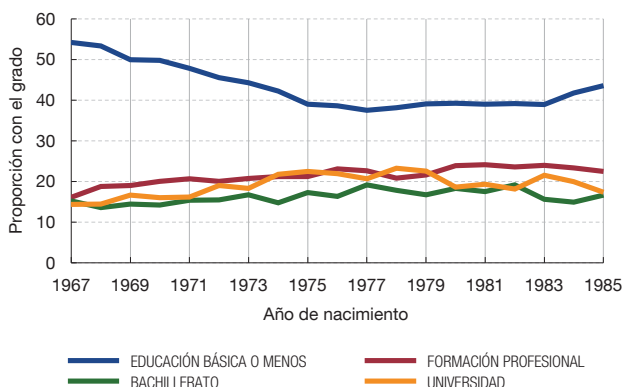
El gráfico 2 muestra la evolución del nivel educativo para distintas generaciones de hombres y mujeres, de nacionalidad española, a la edad de 25 años<sup>3</sup>. En el gráfico se observa la tendencia, hasta las generaciones nacidas en torno a 1978, de que se reduzca la proporción con estudios obligatorios o inferiores y aumente la proporción de personas con estudios universitarios. Sin embargo, a partir de ese año (algo más tarde en el caso de las mujeres), se detuvo esta trayectoria (de forma más clara entre los hombres), observándose un repunte en el porcentaje de jóvenes con menor nivel de estudios hacia el final de la muestra. Las variaciones en el resto de grupos considerados (Bachillerato y Formación Profesional) fueron de menor magnitud. Esto confirma la evidencia gráfica presentada en la introducción. Las mejoras en el nivel educativo que se alcanzaron hasta 1977 se interrumpieron para las generaciones posteriores e incluso se han revertido para las más recientes.

Resulta interesante evaluar hasta qué punto el menor nivel educativo alcanzado por las generaciones más jóvenes está causado por los menores rendimientos de la educación percibidos, documentados en el gráfico 1. Sin embargo, la relación entre rendimientos y niveles salariales no es sencilla de establecer, dado que, si bien está claro que los individuos tienden a reaccionar ante cambios en la estructura salarial, también puede existir cierta

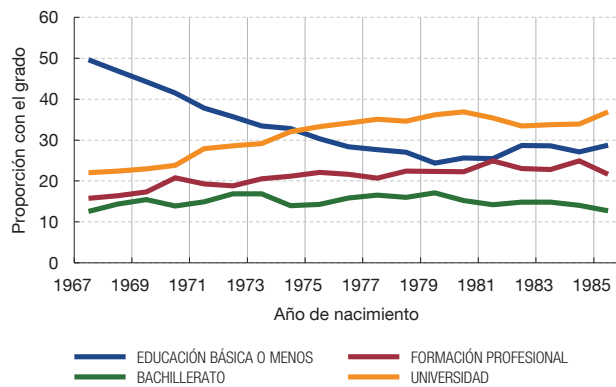
2 La caída de los rendimientos de la educación ha sido documentada, entre otros, por Lacuesta e Izquierdo (2006) y Felgueroso, Hidalgo y Jiménez (2010). Aparicio (2010) documenta la relación entre el desarrollo de la construcción y la tasa de abandono escolar.

3 Los datos utilizados provienen de la Encuesta de Población Activa (I TR 1992 hasta IV TR 2010). Se excluyen del análisis los no nacionalizados como españoles, ya que sus decisiones de educación quedan determinadas por otros factores.

VARONES



MUJERES



FUENTE: Encuesta de Población Activa (1992-2009).

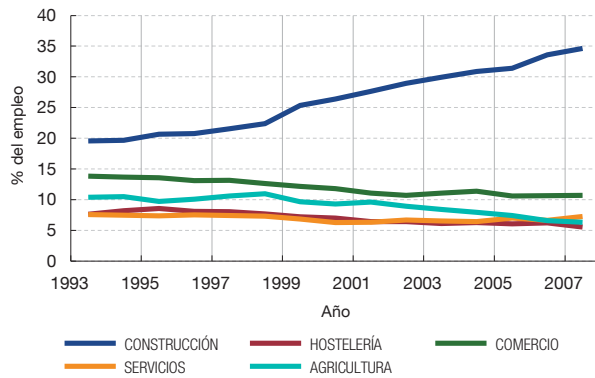
causalidad inversa, puesto que las decisiones en torno al nivel de educación pueden afectar, a su vez, a la estructura salarial, principalmente a través de cambios en la escasez relativa de los distintos tipos de trabajadores. Para estimar adecuadamente la relación entre estas dos variables, se necesita disponer, por tanto, de datos salariales que se determinen de la forma más exógena posible respecto de las decisiones de educación tomadas por los jóvenes.

Con este objetivo, en las estimaciones de este artículo se utilizan los datos sobre estructura salarial por ocupaciones (definidas a partir de los grupos de cotización) que proporcionan los convenios colectivos de ámbito provincial y sectorial<sup>4</sup>. Dado que la evolución de los salarios de convenios es poco sensible a la situación de los nuevos entrantes, la utilización de esta estadística permite minimizar los problemas de causalidad inversa mencionados anteriormente. Permite, asimismo, captar el hecho de que los jóvenes con menor nivel educativo tienden a concentrarse en determinados sectores (construcción, hostelería y comercio al por menor), mientras que los de mayor nivel educativo tienden a trabajar en mayor medida en empresas de servicios, educación o sanidad (véase gráfico 3), así como el hecho de que los incrementos salariales en convenio han mostrado una evolución dispar entre sectores. En concreto, los convenios colectivos firmados entre 1993 y 2001 en el ámbito de la construcción y la hostelería pactaron aumentos salariales nominales 74 y 24 puntos básicos por encima del de servicios a empresas.

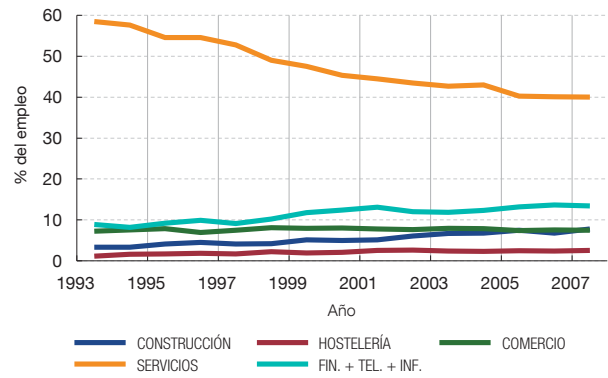
Atendiendo a la información que proporciona esta estadística, el gráfico 4 muestra que, para un varón de menos de 40 años, el salario medio de convenio para la categoría de peones (grupo 10 de cotización, equiparable a baja cualificación) ha venido aumentando gradualmente con respecto al de los jefes administrativos y de taller (grupo 3, cualificación media) desde 1996, y, a su vez, que los salarios de este último grupo se han venido incrementando, aunque en menor medida, con respecto a los de los ingenieros y licenciados (grupo 1, cualificación alta). Por tanto, para esta medida de salarios más exógena también se observa una caída en los retornos a la educación a lo largo del período analizado. Dado que parece razonable pensar que las decisiones relativas al nivel óptimo de educación se toman en torno a los 17 años de edad, la percepción de descenso en los retornos a la

4 La base de datos se obtiene del Registro de Convenios Colectivos del Ministerio de Trabajo entre 1990 y 2009. En este trabajo se usan los convenios colectivos de ámbito provincial y sectorial entre 1993 y 2001.

EDUCACIÓN BÁSICA



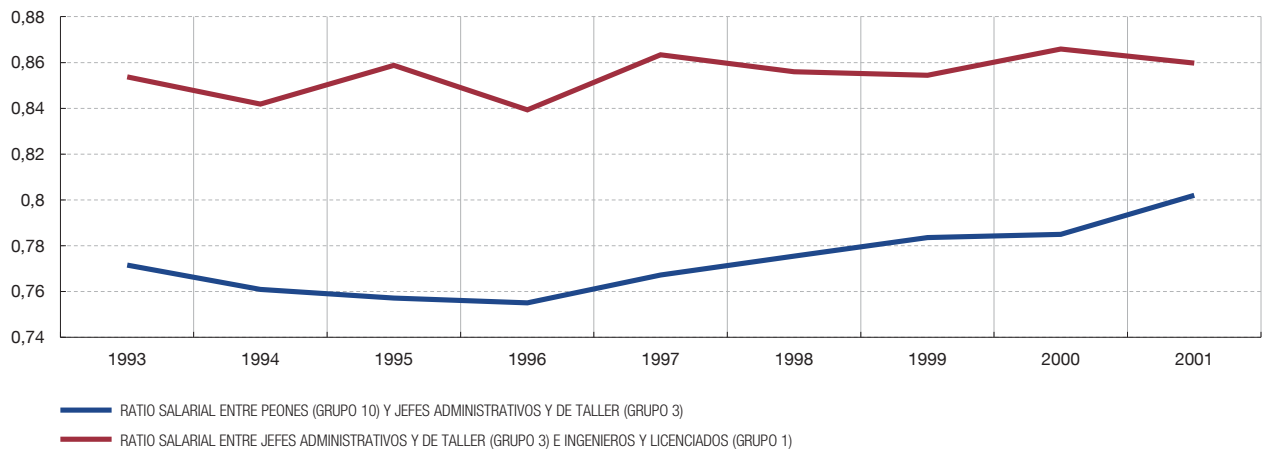
TÍTULO UNIVERSITARIO



FUENTE: Encuesta de Población Activa (1992-2009).

SALARIOS RELATIVOS DE CONVENIOS POR GRUPOS DE COTIZACIÓN

GRÁFICO 4



NOTA: Los salarios de cada grupo son la media de salarios de ese grupo en los distintos sectores, ponderada por el porcentaje del empleo de los varones menores de 40 años entre 1993 y 1995 con el correspondiente nivel de educación.

educación se habría empezado a producir a partir de la generación de 1978, coincidiendo con el momento en el que se quebró la tendencia creciente en el nivel educativo.

Para poder determinar si esta última relación es estadísticamente significativa, el cuadro 1 presenta los resultados de la estimación de un modelo logit multinomial, en la que se agrupan los distintos niveles educativos en tres<sup>5</sup> categorías, y se consideran dos salarios relativos distintos: peones frente a jefes administrativos y de taller, y jefes administrativos y de taller frente a ingenieros y licenciados<sup>6</sup>. Las cifras en la tabla muestran el cambio (en tanto por uno) de cada uno de los grupos educativos ante un aumento de un 10% del salario relativo correspondiente. Las distintas especificaciones difieren en las variables de

5 Los resultados cuando se divide el grupo de mayor cualificación entre Bachillerato y Universidad son muy similares.

6 Estos salarios utilizados en las estimaciones están afectados por algunas limitaciones. En particular, la forma más correcta de calcular el retorno a la educación sería comparar el valor presente descontado de los ingresos laborales esperados de un trabajador con cualificación alta con el de uno de cualificación baja. En el documento de trabajo en curso, se ha experimentado con los siguientes ajustes: en primer lugar, se han ajustado los salarios de convenio por el crecimiento salarial pactado para el año siguiente. En segundo lugar, se han corregido por la probabilidad de estar en paro (específica de grupo educativo). En ambos casos, los resultados no varían sustancialmente con respecto a los aquí presentados.

LA RESPUESTA DEL NIVEL EDUCATIVO A CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA SALARIAL POR CUALIFICACIÓN  
A LOS 17 AÑOS (VARONES)

CUADRO 1

VARIABLE DEPENDIENTE	EDUCACIÓN BÁSICA	FORMACIÓN PROFESIONAL	BACHILLERATO O MÁS
Panel A: Muestra completa	(1)	(2)	(3)
1 Salarios peones/Salarios jefes administrativos	0,067 (0,016)**	0,018 (0,032)	-0,085 (0,030)**
2 Salarios jefes administrativos/Salarios licenciados	0,012 (0,009)	0,030 (0,016)*	-0,041 (0,016)**
Tamaño muestral		20.112,0	
Panel B: Varones que residen con sus padres			
3 Salarios peones/Salarios jefes administrativos	0,022 (0,006)**	0,027 (0,019)	-0,049 (0,0206)**
4 Salarios jefes administrativos/Salarios licenciados	0,005 (0,0098)	0,0235 (0,0098)*	-0,0289 (0,0116)**
Tamaño muestral		16.955,0	
Panel C: Anterior con tendencias específicas de provincia			
5 Salarios peones/Salarios jefes administrativos	0,017 (0,006)**	0,032 (0,015)**	-0,049 (0,018)**
6 Salarios jefes administrativos/Salarios licenciados	0,0038 (0,0035)	0,010 (0,011)	-0,0135 (0,0116)
Tamaño muestral		16.955,0	

FUENTE: Cálculos en los que se usa la EPA: I TR 2001 a IV TR 2009 unida a datos salariales en el registro de convenios colectivos del Ministerio de Trabajo (1993-2001). Los coeficientes mostrados son la respuesta en la proporción de varones con el grado alcanzado en la columna ante cambios del 10 % en la ratio salarial mostrada en la fila. Los efectos están calculados para un varón nacido en 1974 en Madrid, y, en el Panel B y C, que vive con sus padres y cuya madre tiene título de Bachillerato. Todas las especificaciones tienen variables ficticias de provincia y año. Los errores estándar están agrupados a nivel de provincia.

NOTA: Método de estimación: logit multinomial.

control consideradas: en el panel A solo se incluyen variables ficticias de provincia y año como regresores adicionales, mientras que en el B se añade el nivel de educación de la madre y en el C se incorporan tendencias específicas de provincia.

El principal resultado que se encuentra en esta estimación es que una subida del 10 % de la ratio del salario de baja cualificación con respecto al de cualificación media en la provincia produce una caída de entre 5 pp y 8 pp en la proporción de hombres que acaban con un nivel de estudios de Bachillerato o superior y un aumento del nivel más básico de educación de hasta 6 pp. Esta disminución en el nivel educativo es estadísticamente significativa para todas las especificaciones consideradas. Del mismo modo, una caída de las diferencias salariales entre el grupo de licenciados y el de cualificación media incrementa el porcentaje de varones que completan estudios de Formación Profesional, disminuyendo en la misma magnitud la fracción de los que finalizan estudios de Bachillerato o superiores.

Por otra parte, el análisis se ha realizado para una muestra de mujeres, si bien los resultados no se presentan en este artículo. Con todo, los resultados de la estimación indican que los salarios relativos de los grupos de cualificación no explican el nivel educativo, lo que podría deberse a que las industrias de comercio y hostelería —en las que tienden a trabajar en mayor proporción las mujeres que abandonan el sistema educativo— han experimentado menores incrementos salariales que la construcción —que emplea a una mayor proporción de hombres—.

Como ilustración de la importancia práctica de los efectos estimados en el modelo, el cuadro 2 combina las estimaciones del cuadro 1 con las variaciones salariales representadas

	Máximo nivel educativo alcanzado a los 25 años		
	Generación de 1978	Generación de 1984	Generación de 1984 con estructura salarial de la generación de 1978
Panel A: Muestra completa			
1 Educación básica	33,2	36,0	34,2
2 Formación Profesional	22,1	23,0	23,4
3 Bachillerato o superior	44,6	40,9	42,4
Panel B: Varones viviendo con sus padres			
4 Educación básica	29,8	33,2	31,2
5 Formación Profesional	22,6	23,8	24,1
6 Bachillerato o superior	47,5	43,0	44,8

FUENTE: Cálculos con la EPA 2001-2009 combinada con datos del registro de convenios colectivos 1993-2001.

NOTAS: Las magnitudes difieren de las presentadas en el gráfico 2 porque no hay salarios para todas las industrias/provincias/años.

La estructura salarial consta de dos medidas: la ratio de la media provincial de salarios de peones en seis industrias sobre la de los jefes administrativos, y la ratio análoga de estos sobre licenciados. Ambas están ponderadas por el peso de la industria en el empleo de los varones de la provincia con el correspondiente nivel de educación.

Los resultados de cada panel se obtienen usando los coeficientes estimados del panel correspondiente en el cuadro 1.

en el gráfico 4. De esta forma, se puede estimar qué distribución de niveles educativos habrían alcanzado los hombres nacidos en 1984 si a los 17 años hubieran observado los diferenciales salariales entre distintos niveles de cualificación que percibieron a esa misma edad los nacidos en 1978. De este ejercicio, parece deducirse que buena parte de la disminución del porcentaje de población con niveles de estudios altos (y del correspondiente aumento del de niveles bajos) que se produjo entre las generaciones de 1978 y 1984 vendría explicada por la distinta estructura salarial percibida. En concreto, de los 2,8 pp en que se incrementó el peso de la proporción de población con educación básica (3,4 pp para una muestra restringida a varones que viven con sus padres), las variaciones salariales explican un 65 % (60 % en la muestra restringida), mientras que, para el nivel educativo superior, la caída atribuible a las variaciones salariales sería de alrededor del 40 % en ambos casos.

Para tener una idea de hasta qué punto estas variaciones en el nivel educativo pueden afectar a variables macroeconómicas como la tasa de desempleo, el paro de larga duración o la productividad, es posible combinar los efectos estimados en el cuadro 2 con las diferencias observadas en productividad<sup>7</sup> o tasa de paro por niveles educativos. El resultado es que la tasa de paro para la población de entre 25 y 29 años asociada al nivel educativo de la generación de 1978 sería de medio punto porcentual menor que la vinculada al nivel educativo de la generación de 1984. La misma comparación para la incidencia del paro de larga duración y para la productividad arroja 0,3 pp menos y un 1,5 % más, respectivamente.

## Conclusiones

En este artículo se trata de explorar algunos de los factores que subyacen al estancamiento reciente en el nivel educativo alcanzado por las generaciones más jóvenes en España, que ha sido especialmente pronunciado entre los hombres en los últimos años. Este desarrollo ha coincidido en el tiempo con un estrechamiento de los diferenciales salariales entre distintos niveles de cualificación, motivado por el aumento relativo de los salarios en

<sup>7</sup> Aproximadas por los salarios por niveles educativos procedentes de la Encuesta de Estructura Salarial de 2006, para varones de entre 27 y 31 años de edad.

los trabajos de baja cualificación con respecto a los de cualificación media. Diversas estimaciones sugieren que ambos fenómenos están relacionados, de forma que, entre los hombres, parte de ese deterioro educativo puede estar relacionado con la existencia de insuficientes incentivos salariales a la inversión en educación.

Las posibles razones que están detrás de esta compresión salarial, y que, por tanto, podrían estar causando el mencionado estancamiento educativo, son varias. Por un lado, diversas instituciones laborales, así como medidas de política económica, como la estructura de la negociación colectiva o el salario mínimo, podrían contribuir a comprimir los diferenciales salariales. Por otro lado, debe tenerse en cuenta que se ha examinado un período en el que hubo una expansión anómala de la construcción, sector que demanda una mayor proporción de trabajo no cualificado, si bien la expansión contemporánea de otros sectores intensivos en mano de obra relativamente menos cualificada, como el comercio o el turismo, no parece haber afectado, por ejemplo, al nivel educativo de las mujeres. Finalmente, podría explicarse también por un deterioro de la calidad de la educación. En este sentido, los datos del informe PISA de la OCDE, que evalúa las competencias en matemáticas, lengua y ciencias a la edad de 15 años, sugieren que la calidad del sistema educativo español hasta el nivel de secundaria es inferior a la de la media de la OCDE. En cualquier caso, los resultados sugieren que, cualquiera que haya sido el origen de la caída de los retornos a la educación en los últimos años, el descenso del nivel educativo podría tener consecuencias a medio y largo plazo sobre el empleo y la productividad de la economía.

21.7.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- APARICIO, A. (2010). *High School Dropouts and Transitory Labor Market Shocks: The Case of the Spanish Housing Boom*, mimeo, Colegio Carlo Alberto.
- AUTOR, D., y D. DORN (2010). *The growth of low skill service jobs and the polarization of the U.S. labor market*, mimeo, CEMFI.
- ECB (2008). *Labour Supply and Employment in the Euro Area Countries. Developments and Challenges*, ECB Occasional Paper 87.
- FELGUEROSO, F., M. HIDALGO y S. JIMÉNEZ (2010). *Explaining the fall of the skill wage premium in Spain*, Working Papers 2010-19, FEDEA.
- GOOS, M., A. MANNING y A. SALOMONS (2010). *Explaining Job Polarization in Europe: The Roles of Technology and Globalization*, Discussion Paper 1026, Centre for Economic Performance.
- LACUESTA, A., y M. IZQUIERDO (2006). *Inequality in Spain: Recent Developments*, Documentos de Trabajo, n.º 0615, Banco de España.



## REFORMAS DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES EN ALGUNOS PAÍSES DE LA UEM

Este artículo ha sido elaborado por David García, Esther Gordo y Marta Manrique, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Como han puesto de manifiesto numerosos estudios, los países europeos se encuentran en un proceso de transición demográfica que tiene implicaciones de alcance para la viabilidad financiera de sus sistemas de pensiones. Para adaptarlos a las nuevas condiciones demográficas y socioeconómicas, buena parte de ellos han introducido reformas en los años noventa que han proseguido en los años más recientes.

En este artículo se comparan los sistemas de pensiones existentes en las principales economías de la UEM y las características de los procesos de reforma que se han abordado en los años recientes. Dado que existe una amplia diversidad de sistemas de pensiones y de medidas de reforma aplicadas, el análisis no es exhaustivo, sino que se han seleccionado algunos países para representar los distintos modelos existentes. En esta selección no se ha incluido España, porque el proceso de reforma que se ha puesto en marcha en los últimos meses, y que está pendiente del procedimiento legislativo de aprobación, se analiza con detalle en los capítulos 1 y 2 del *Informe Anual del Banco de España, 2010*, recientemente publicado. De este modo, tras esta introducción en el apartado segundo se describen las características principales de los sistemas de pensiones, con el foco puesto en los vigentes en las economías europeas. En el apartado tercero se presenta la evolución del gasto en pensiones de la UEM y los factores demográficos que condicionan su desarrollo futuro. En el apartado cuarto se describen las vías por las que las distintas economías están afrontando la reforma de sus sistemas públicos de pensiones, y en el último apartado se presentan las principales conclusiones.

### Una tipología de los sistemas de pensiones

Los sistemas de pensiones son instituciones complejas y muy diversas que, en general, se pueden clasificar siguiendo dos criterios complementarios: la forma de financiación de las pensiones y el procedimiento de cálculo de la cuantía de las prestaciones.

Atendiendo al primer criterio, la forma de financiación, se puede distinguir entre los sistemas denominados «de reparto», donde las pensiones de jubilación de cada generación se financian con las cotizaciones realizadas por las generaciones que se encuentran activas en ese momento; y los sistemas de capitalización, en los que cada generación financia sus propias pensiones, acumulando sus cotizaciones en un fondo individual o colectivo.

Por lo que respecta a la determinación de las prestaciones, se suele diferenciar entre los sistemas de prestación definida y los de contribución definida. En los primeros, la cuantía de la pensión se establece como un porcentaje del salario al final de la vida laboral, que depende del historial laboral del individuo de acuerdo con unas reglas establecidas en función del número de años de cotización, coeficientes de actualización y de penalización por jubilación anticipada, etc.

En el caso de los sistemas de contribución definida, la cuantía de la pensión depende de las cotizaciones realizadas a un fondo o cuenta nocional, que se convierte en una renta vitalicia calculada en función de la esperanza de vida del individuo en el momento de la jubilación. Este sistema puede ser financiado mediante capitalización (inversión financiera de las cotizaciones realizadas al fondo) o bajo el principio de reparto (mediante la acumulación de cotizaciones en

Sistema	Condiciones de elegibilidad			Determinación de las pensiones					Mecanismo de ajuste automático	
	Edad legal (a)	Edad mínima	Años de contrib. (a)	Período de cotización (a)	Pensión mínima	Pensión máxima (b)	Actualización bases	Indexación		
Alemania	Puntos	65 (67)	62	45	Toda la vida laboral	Sí	164	Salarios + sost.	Salarios + sost.	Sí
Francia	Prestación definida + sistema de puntos	60 (67)	62	40 (41,5)	Los mejores 25 años	Sí	128	Precios	Precios	Sí
Italia	Cuentas Nacionales	65	57	40	Toda la vida laboral	Sí	357	PIB	Precios	Sí
Irlanda	Pensión única	65 (68)	—	—	Mínimo 5 años	Sí	—	—	—	—
Grecia	Prestación definida	57 (65)	60	35 (40)	Los mejores 5 años de los 10 últimos (toda la vida laboral)	Sí	325	Salarios públicos	Salarios (con discrecionalidad)	No
Portugal	Prestación definida	65	—	40	Toda la vida laboral	Sí	300	Salarios / precios	Salarios / precios	Sí
Reino Unido	Prestación definida	65 (68)	—	—	Toda la vida laboral	Sí	156	Salarios	Precios	No
Suecia	Cuentas Nacionales	67	61	—	Toda la vida laboral	Sí	132	Salarios	Salarios (-1,5) + sost.	Sí

FUENTES: OCDE y Comisión Europea.

**a** Entre paréntesis figuran los valores introducidos en las reformas más recientes, que serán de aplicación progresiva en los próximos años.

**b** En porcentaje del salario medio de la economía. Calculado en Whitehouse (2006).

una cuenta virtual, cuyo rendimiento se establece de manera exógena en función de la tasa de crecimiento del PIB o de los salarios). Por definición, los sistemas de contribución definida tienen en cuenta toda la vida laboral del individuo en el cálculo de la pensión e incorporan mecanismos de ajuste automático ante cambios en la esperanza de vida.

Aunque es habitual identificar los sistemas públicos con los procedimientos de reparto y de prestación definida, y los sistemas privados, con esquemas de capitalización y de contribución definida, en la práctica se pueden encontrar múltiples posibilidades que combinan las cuatro características en diferente medida<sup>1</sup>. En los países de la UEM, la provisión de pensiones por parte del sector público se suele realizar mediante sistemas de reparto y de prestación definida, si bien dentro de este esquema se aprecian diferencias sustanciales en cuanto a los parámetros que determinan la cobertura y la cuantía de las pensiones, tales como la edad legal de jubilación, el número de años de cotización empleados para el cálculo de la pensión, los mecanismos de actualización de las bases y de revalorización de las pensiones, etc. (véase cuadro 1). También se pueden encontrar sistemas donde el nivel de la prestación es una cantidad única e independiente del historial laboral del individuo, que el Gobierno fija cada año (como en el caso de Irlanda). Algunas economías han introducido métodos de reparto con contribución definida, como las cuentas nacionales individuales implantadas en Italia (y en Suecia), o el procedimiento de puntos de Alemania, que más tarde se describen con detalle.

En el otro extremo, los sistemas de capitalización y de contribución definida están extendidos principalmente en el sector privado, bien a través de los planes de pensiones

<sup>1</sup> Además, la práctica seguida en los últimos años por parte de muchos sistemas públicos de pensiones de constituir fondos de reserva para complementar la financiación de las prestaciones difumina la separación entre los sistemas de reparto y de capitalización.

	Esquema principal			Esquema secundario		
	Esquema		Cobertura	Esquema		Cobertura (b)
Alemania	VO	OC	32 %	VO	PR	30 %
Francia	VO	OC	7 %	VO	PR	4 %
Italia	VO	OC	8 %	VO	PR	6 %
España	VO	PR	40 %	VO	OC	10 %
Irlanda	VO	OC	29 %	VO	PR	11 %
Grecia	VO	OC	0 %	—		—
Portugal	VO	OC	4 %	VO	PR	—

FUENTE: OCDE (2011).

a Última actualización disponible en 2009.

VO = Voluntario.

OC = Ocupacional.

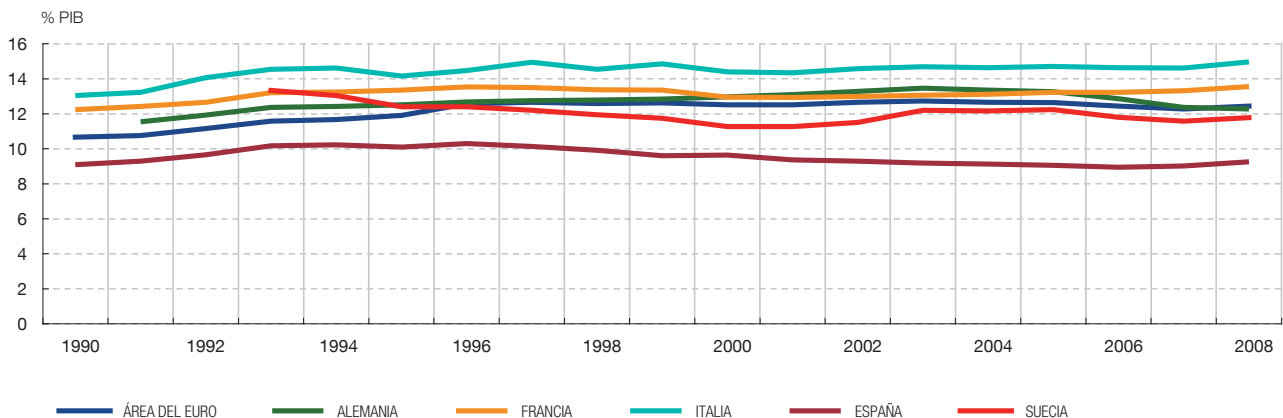
PR = Personal.

b En porcentaje de la población activa.

ocupacionales que se desarrollan en el seno de las empresas, o bien en los planes individuales de pensiones. Como se aprecia en el cuadro 2, en los países de la UEM estos esquemas están todavía poco desarrollados, pero a medida que se avanza en la reforma de los sistemas públicos de pensiones este tipo de esquemas desempeña un papel complementario cada vez más importante para el mantenimiento de un nivel adecuado de renta durante la jubilación<sup>2</sup>. La cobertura de los planes de pensiones privados es elevada en Alemania, que ha introducido importantes incentivos fiscales [Yoo y De Serres (2004)], e Irlanda, donde el sistema público de pensiones garantiza solo una pensión mínima, al igual que en el Reino Unido. En cambio, en países como Italia, Portugal y Grecia el porcentaje de la población activa cubierta con fondos privados voluntarios u ocupacionales no supera la cifra del 10 %, si bien, como se verá después, en todas estas economías los sistemas públicos de pensiones han sido tradicionalmente muy generosos, con tasas de reemplazamiento por encima de la media de la OCDE.

Existe una cierta controversia acerca de las ventajas y los inconvenientes de los sistemas de reparto y de capitalización [Boldrin et ál. (1999)]. La financiación de los sistemas de reparto requiere el establecimiento de impuestos o cotizaciones que tienen un efecto distorsionador sobre la oferta de trabajo. También suponen una transferencia de renta de las generaciones activas hacia las cohortes de mayor edad, que solo resultaría eficiente si el crecimiento de los salarios de la economía fuera superior a la tasa de rendimiento del capital. Los sistemas de capitalización fomentan el ahorro, la oferta de trabajo y, por tanto, el crecimiento, sin olvidar que pueden aislarse en mayor medida de los efectos de los cambios demográficos y de los ciclos políticos. Pero entrañan un mayor riesgo, como se ha puesto claramente de manifiesto a lo largo de la crisis financiera, que ha supuesto una pérdida muy significativa del valor de los activos acumulados en fondos de pensiones públicos y privados. A diferencia de los sistemas de reparto, donde las pérdidas o el riesgo se pueden distribuir entre distintas generaciones, en los sistemas de capitalización esto, en principio, no es posible e incide de manera particular en las generaciones más próximas a la jubilación.

2 Por ejemplo, fuera de la UEM destaca el caso de Suecia, un país que ha llevado a cabo una profunda transformación en los sistemas de provisión de pensiones, y donde, en la actualidad, en promedio, un 50 % de las pensiones de jubilación percibidas tiene procedencia privada [OCDE (2011)].



FUENTES: OCDE y Eurostat.

Por lo que respecta a la elección entre la prestación y la contribución definida, la principal ventaja de los sistemas de contribución definida es que presentan una relación más estrecha y transparente entre las cotizaciones que realiza cada individuo a lo largo de toda su vida laboral y las prestaciones que recibe. Esto puede favorecer los incentivos a permanecer en el mercado de trabajo a edades más elevadas, debido a que las contribuciones actuales se traducen siempre en un incremento de la pensión futura. Por otra parte, estos sistemas presentan mecanismos de ajuste automático respecto a los cambios en la esperanza de vida, ya que, como se mencionó anteriormente, las contribuciones acumuladas en las cuentas individuales se transforman en anualidades que serán tanto menores cuanto mayor sea la esperanza de vida en el momento de la jubilación. De este modo, es el propio trabajador el que tiene que hacer frente a los cambios en la esperanza de vida sin que los efectos se trasladen a las cuentas públicas o a las siguientes generaciones.

Por todo lo anterior, hay autores que han propuesto los sistemas de cuentas nocionales como una respuesta ante los retos que plantea el envejecimiento de la población, frente a los sistemas de prestación definida. Algunas de las reformas recientes de los sistemas de prestación definida se han aproximado a los esquemas de las cuentas nocionales, en términos de eficiencia y equidad intergeneracional, al favorecer que se tenga en cuenta todo el historial laboral del individuo para el cálculo de las pensiones y no solo un número determinado de años, al tiempo que se introducen los denominados «factores de sostenibilidad», que permiten ajustar automáticamente el nivel de las prestaciones a los cambios en la esperanza de vida [Jimeno (2003)]<sup>3</sup>. Boeri y Galasso (2010) han puesto de manifiesto las implicaciones de las cuentas nocionales o de los sistemas que tienen en cuenta todo el historial laboral en países con un mercado de trabajo poco eficiente, donde la alta precariedad laboral o las elevadas tasas de desempleo de algunos colectivos pueden repercutir de manera significativa en el valor futuro de sus pensiones.

### La situación actual de los sistemas de pensiones y perspectivas

Como se aprecia en el gráfico 1, entre 1990 y el año 2000 el gasto público en pensiones se mantuvo estabilizado en cotas relativamente elevadas, próximas al 10 %-11 % del PIB del conjunto de la UEM. Pero las previsiones que se realizaban en ese último año apuntaban a que, de mantenerse la estructura de los sistemas de pensiones existentes en ese

<sup>3</sup> Con todo, Whitehouse (2010) señala que todavía quedan muchas economías, entre las que se encuentran Grecia, Bélgica y Luxemburgo, cuyos sistemas de pensiones se alejan de las «buenas prácticas» de los sistemas de pensiones de cuentas nocionales o de prestación definida.

momento, el gasto público en pensiones podría haber ascendido por encima del 20 % del PIB del área en el año 2050, absorbiendo una proporción muy elevada de los recursos del sector público [Mc Morrow y Roeger (2002)]. Las proyecciones más recientes que realiza la Comisión Europea hasta el año 2060 [Comisión Europea (2009)] revelan un escenario algo menos negativo, como consecuencia de las reformas de los sistemas de pensiones que han emprendido numerosos países. Con todo, de acuerdo con los supuestos que utiliza la Comisión<sup>4</sup>, el gasto en pensiones podría ascender hasta un 14 % del PIB en 2060, casi cuatro puntos por encima del nivel observado en 1990.

El principal factor determinante del incremento en el gasto en pensiones ha sido el aumento de la esperanza de vida de la población, que entre 1960 y 2008 se aproxima a los 10 años en la mayoría de los países de la zona del euro, dos años por década. En la actualidad, más del 90 % de los individuos de cada cohorte de población alcanza los 65 años de edad, y la esperanza de vida a esa edad se ha incrementado hasta casi 20 años en el promedio de la UEM, casi cuatro años más que lo observado a principios de los años noventa. Por su parte, la tasa de fecundidad se ha recuperado algo en los años recientes, pero su nivel, de 1,6 hijos por mujer en el promedio de la UEM, se sitúa muy por debajo de la denominada «tasa de fecundidad de reemplazo», que cifra en 2,1 el número de hijos por mujer necesarios para que una generación se sustituya a sí misma.

La combinación de estos factores ha propiciado un paulatino ascenso de la proporción de la población mayor de 65 años sobre la población total, que solo se ha visto frenado en algunos países del área por el fenómeno de la inmigración. Además, las proyecciones demográficas que realizan diversos organismos internacionales coinciden en prolongar el actual proceso de envejecimiento para los próximos años<sup>5</sup>.

De acuerdo con la Comisión Europea, en 2060 la población del área del euro será similar en número de habitantes a la actual, pero tendrá una composición por edades radicalmente distinta (véase gráfico 2). Como resultado de lo anterior, la tasa de dependencia —definida como el cociente entre la población mayor de 65 años y la población potencialmente activa (entre 16 y 64 años)— prácticamente se doblará entre el año 2010 y el año 2060, pasando del 27,6 % al 54,7 % en el promedio de la zona del euro. En otras palabras, el número de potenciales trabajadores por cada pensionista pasará aproximadamente de 4 en 2010 a tan solo 2 en 2060.

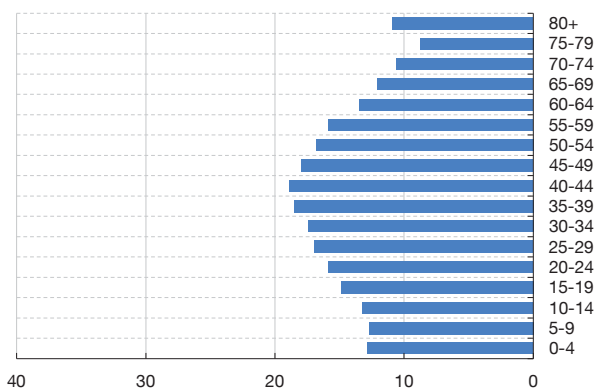
Y, a todo lo anterior, hay que superponer otros dos fenómenos que en el pasado desempeñaron también una influencia significativa sobre el aumento del gasto en pensiones. Por un lado, la participación laboral de los trabajadores mayores disminuyó considerablemente entre 1960 y mediados de los años noventa<sup>6</sup>, como resultado de la utilización de programas de jubilación

4 Estas previsiones se realizan a partir de las proyecciones demográficas EUROPOP2008 y de un escenario macroeconómico a largo plazo, donde se incorporan supuestos sobre la productividad, la tasa de empleo, los salarios y los tipos de interés. Un supuesto adicional que subyace a estas previsiones es el de mantenimiento de las características de los sistemas de pensiones existentes hasta mediados de 2008.

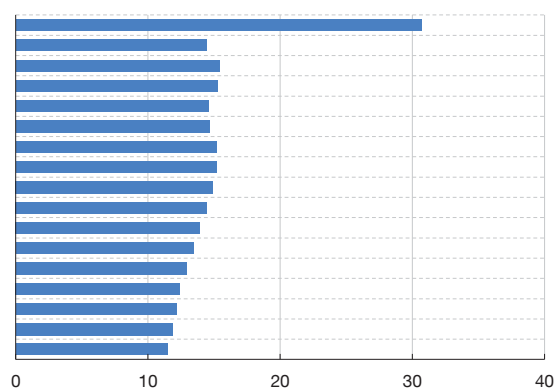
5 Por ejemplo, las últimas proyecciones demográficas de Eurostat (EUROPOP2008), aunque ya son obsoletas, proyectaban un nuevo aumento de la esperanza de vida para los próximos años, que se aproxima a 1 año más de vida por cada década transcurrida, fundamentado en la mejora de las condiciones sanitarias y el progreso técnico. En cuanto a la tasa de fecundidad, según estas proyecciones cabría esperar un nuevo repunte en los próximos años (desde 1,55 hijos por mujer en 2008 hasta 1,66 hijos por mujer en 2060), que no podrá contrarrestar el impacto sobre el envejecimiento ocasionado por el aumento en la esperanza de vida.

6 Entre 1960 y mediados de los años noventa la tasa de participación laboral de la población europea de más de 54 años descendió desde aproximadamente el 60 %, estimado en Gruber y Wise (1998), hasta situarse en torno al 40 % en los años noventa, según las estadísticas de la OCDE, si bien a lo largo de la última década ha ascendido hasta el entorno del 50 %.

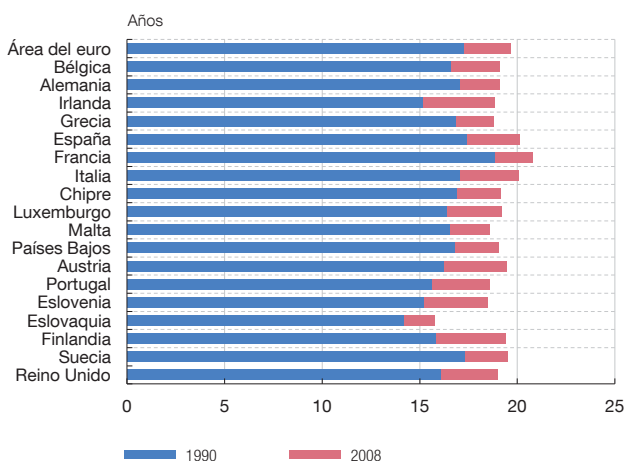
PIRÁMIDE POBLACIONAL. 2008 (a)



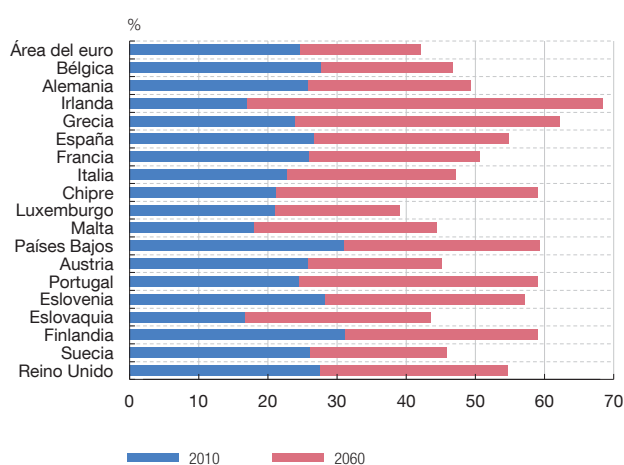
PIRÁMIDE POBLACIONAL. 2060 (a)



ESPERANZA DE VIDA A LOS 65 AÑOS



TASA DE DEPENDENCIA (b)



FUENTE: Informe de envejecimiento, Comisión Europea (2009).

a Población por intervalos de edad. En millones de personas.

b Cociente entre la población mayor de 65 años y la población potencialmente activa (población de entre 15 y 64 años).

anticipada por parte de algunos Gobiernos y de los incentivos para la jubilación temprana que contenían algunos sistemas de pensiones [Gruber y Wise (1998)], que vinieron a añadirse a las dificultades existentes en los mercados de trabajo para el empleo de las personas de mayor edad. Así, la edad efectiva de jubilación se redujo en casi 7 años entre 1960 y 1995, pasando de 67 años a casi 60 a mediados de los años noventa en el promedio de la zona del euro. Posteriormente ha ascendido hasta situarse algo por encima de los 61 años en 2009. Por otro lado, también se han producido algunos cambios en los hábitos de la población europea, como el aumento de los años dedicados al estudio, que han tendido a acortar la duración de la vida laboral. Como consecuencia de lo anterior, según las estimaciones de la OCDE, de mantenerse la estructura de los sistemas de pensiones y de mercado de trabajo existente en 2006, la tasa de dependencia efectiva, esto es, la ratio de personas mayores inactivas sobre la población trabajadora, podría haberse situado en torno a 1 en el año 2050, es decir, que en ese año podría haber 1 persona mayor inactiva por cada trabajador [OCDE (2006)]. Afortunadamente, las reformas recientes han mejorado notablemente esta relación.

Tras estas tendencias agregadas se esconden comportamientos muy diferenciados por países relacionados con la generosidad de sus sistemas de pensiones y con las presiones

demográficas, que se traducen en diferencias significativas tanto en lo que se refiere a los niveles de gasto registrados en 2010 como a los incrementos esperados hasta el año 2060.

En la actualidad, Francia e Italia son los países con mayores niveles de gasto público en pensiones en porcentaje del PIB, y en el extremo opuesto se encuentra Irlanda, con un gasto público en pensiones próximo al 4 %. Alemania, Portugal y Grecia presentan niveles de gasto próximos a la media de la UEM (11 %), mientras que en España son algo más reducidos (en torno al 9 %).

La descomposición del gasto en pensiones como porcentaje del PIB en sus determinantes fundamentales, siguiendo la siguiente expresión, permite analizar las causas que subyacen a estas discrepancias:

$$\text{Gasto en pensiones/PIB} = [\text{Pob. } > 65 \text{ años/Pob. edad de trabajar}] \cdot [1/\text{Tasa de empleo}] \cdot [\text{n.º pensiones/Pob. } > 65 \text{ años}] \cdot [\text{Pensión media/productividad media}]$$

Según esta descomposición, el nivel que representa el gasto en pensiones en el producto interior bruto de una economía viene determinado, en primer lugar, por la tasa de dependencia de las personas mayores, que recoge la influencia de los factores demográficos sobre el gasto en pensiones. En segundo lugar, el funcionamiento del mercado de trabajo, aproximado por la inversa de la tasa de empleo de la economía, también incide de manera fundamental sobre el gasto en pensiones en porcentaje del PIB. Finalmente, los dos últimos factores reflejan las características institucionales de los sistemas de pensiones. El primero de ellos es la denominada «tasa de cobertura», esto es, la ratio entre el número de pensiones y la población mayor de 65 años, que depende de las condiciones de elegibilidad o de las normas de acceso a las pensiones. La segunda variable institucional trata de aproximar la generosidad del sistema de pensiones, medida como la ratio entre la pensión media y la productividad media del trabajo.

En el cuadro 3 se presenta esta descomposición para el conjunto de la zona del euro y para algunas de sus economías para el año 2007, último para el que se dispone de información homogénea sobre el número de pensiones. Como se puede apreciar, en Francia e Italia los elevados niveles de gasto público en pensiones en porcentaje del PIB reflejaban tanto las mayores tensiones que ya estaba ejerciendo el envejecimiento de la población en estas economías, donde se registraban tasas de dependencia relativamente elevadas, como la relativa generosidad de sus sistemas de pensiones. En Alemania, en cambio, el impacto del envejecimiento de la población, de los más intensos del área, se estaba viendo compensado por una menor generosidad relativa de sus pensiones.

En Irlanda, los reducidos niveles de gasto en pensiones se explican fundamentalmente por la menor generosidad de su sistema público de pensiones, que garantiza una pensión mínima y única para todos los pensionistas, y por las menores presiones demográficas que en el pasado ha recibido esta economía, como consecuencia de las mayores tasas de fertilidad y de los flujos migratorios. Junto con Irlanda, Portugal destaca por la elevada tasa de cobertura de su sistema de pensiones, aunque la generosidad es comparativamente inferior a la del promedio del área. A partir de esta descomposición, cabe señalar cautelas adicionales sobre las proyecciones de gasto realizadas por la Comisión Europea para 2060, ya que no incorporan el impacto de las medidas de reforma adoptadas desde julio de 2008.

A pesar de estas cautelas, lo que la descomposición pone de manifiesto claramente es que el envejecimiento de la población, materializado en un aumento de la tasa de dependencia,



Porcentaje PIB

	Gasto en pensiones	Ratio dependencia	1 / Empleo	Cobertura	Pensión media/ Prod. media
Área del euro	11,0	26,8	1,5	1,3	21,3
Bélgica	10,0	25,9	1,6	1,4	17,5
Alemania	10,4	30,1	1,4	1,2	20,8
Irlanda	4,0	15,8	1,4	1,6	11,2
Grecia	11,7	27,7	1,6	1,3	21,3
España	8,4	24,2	1,5	1,1	21,4
Francia	13,0	25,1	1,6	1,3	23,8
Italia	14,0	30,3	1,6	1,3	22,1
Chipre	6,3	17,7	1,4	1,2	20,5
Luxemburgo	8,7	20,7	1,6	2,2	12,4
Malta	7,2	19,8	1,8	1,2	16,9
Países Bajos	6,6	21,7	1,3	1,4	17,2
Austria	12,8	25,2	1,4	1,7	22,0
Portugal	11,4	25,8	1,4	1,7	18,2
Eslovenia	9,9	23,0	1,5	1,6	18,3
Eslovaquia	6,8	16,5	1,7	1,8	13,5
Finlandia	10,0	24,8	1,4	1,5	18,7

FUENTE: Eurostat.

seguirá ejerciendo un impacto muy significativo sobre el incremento del gasto en pensiones en todas las economías del área durante los próximos años, cercano a los 9 puntos porcentuales (pp), si bien en algunas economías como Grecia, Italia y Portugal las presiones demográficas podrían ser algo más intensas (véase gráfico 3). En este sentido, es interesante destacar que las previsiones de la tasa de dependencia presentan un margen de error relativamente bajo [Conde y Alonso (2006)], ya que la población mayor de 65 años en 2060 es la que ahora se encuentra en torno a los 25, de modo que la única fuente de incertidumbre sobre la tasa de dependencia proviene de posibles cambios en la esperanza de vida y en los flujos migratorios<sup>7</sup>.

### Reformas recientes en los sistemas públicos de pensiones europeos

Desde los años noventa, la mayoría de los países de la OCDE han implementado una estrategia de continua reforma de sus sistemas de pensiones y más de la mitad han llevado a cabo transformaciones profundas, que afectan de forma significativa a los niveles de las prestaciones<sup>8</sup>. Cinco de los nueve países de la UEM que presentaban un mayor gasto en pensiones en porcentaje del PIB a comienzos de los años noventa, esto es, Alemania, Austria, Finlandia, Francia e Italia, han llevado a cabo las principales reformas. A ellos cabe añadir más recientemente Portugal, España y, en menor medida, Grecia, aunque, como se ha mencionado, España no es objeto de análisis en este artículo.

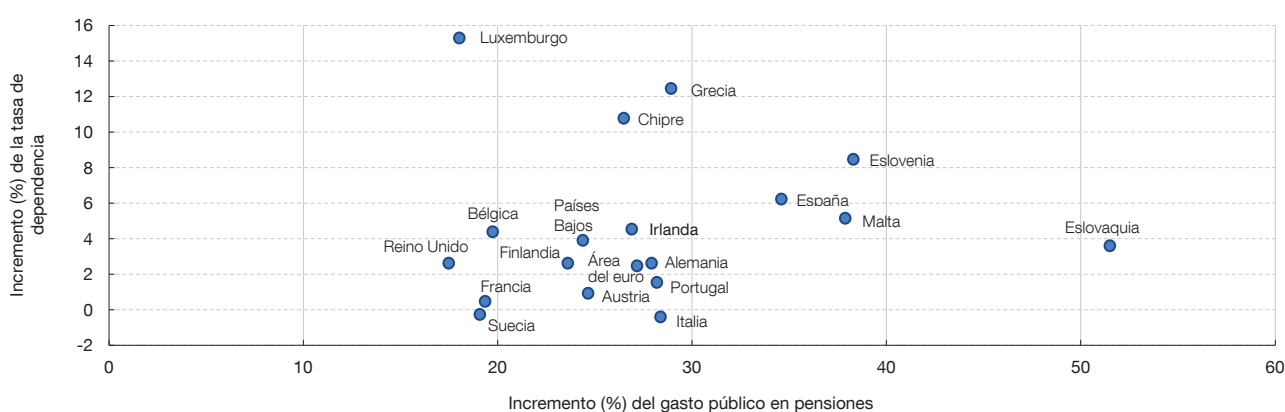
Estas reformas han estado marcadas por la multiplicidad de los instrumentos aplicados, tal y como se aprecia en el cuadro 4, donde se clasifican las reformas siguiendo el procedimiento habitual, que consiste en distinguir entre las transformaciones paramétricas y las sistémicas. Las primeras son aquellas en las que se revisan los principales parámetros

<sup>7</sup> No sucede lo mismo con las previsiones del gasto en pensiones que se realizan a partir de un escenario macroeconómico y de empleo que se encuentra sujeto a un grado de incertidumbre más elevado, especialmente en un contexto de crisis financiera que puede tener efectos duraderos sobre el crecimiento potencial de las economías.

<sup>8</sup> Para una panorámica de estas reformas, véase Martín y Whitehouse (2007).

**AUMENTO DEL GASTO EN PENSIONES Y AUMENTOS EN LA TASA DE DEPENDENCIA**  
Desglose por países

GRÁFICO 3



FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

**REFORMAS RECIENTES EN LOS SISTEMAS DE PENSIONES EUROPEOS**

CUADRO 4

	Reformas paramétricas						Reformas estructurales
	Edad de jubilación	Incentivos prolongación actividad	Cálculo de la pensión	Actualización de las bases de cotización	Actualización de la pensión	Factor de sostenibilidad	
Alemania	✓	✓			✓	✓	Sistema de puntos
Francia	✓	✓	✓	✓		✓	
Italia	✓	✓	✓		✓	✓	Cuentas nacionales
España	✓	✓	✓			✓	
Irlanda		✓					
Grecia	✓		✓				
Portugal	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Reino Unido	✓	✓			✓		
Suecia			✓			✓	Cuentas nacionales

FUENTES: OCDE y Comisión Europea.

que afectan al cálculo de la pensión y que normalmente consisten en introducir criterios menos generosos para el mismo o en restringir las condiciones de acceso y la elegibilidad. Las segundas comprenden reformas generalmente de mayor envergadura en los sistemas de provisión de pensiones.

**REFORMAS PARAMÉTRICAS**

La mayor parte de las reformas paramétricas que han introducido los países europeos en los años recientes tratan de fomentar la prolongación de la vida laboral y de estrechar la relación entre cotizaciones y prestaciones. Las reformas por el lado de los ingresos —esto es, el aumento de las cotizaciones sociales— han sido escasas, ya que numerosos estudios revelan los efectos adversos que pueden tener este tipo de medidas sobre la demanda y la oferta de trabajo [Karam et ál. (2010)].

El aumento de la proporción de la población que alcanza edades elevadas en buen estado de salud ha hecho que la prolongación de la vida laboral y el incremento de la participación de los trabajadores de mayor edad sean objetivos que, con carácter general, han perseguido los países europeos en los últimos años. Una de las principales medidas aplicadas

para lograrlo ha sido el retraso en la edad de jubilación legal. En la mayoría de los países, la edad legal de jubilación se ha ido ampliando hasta los 65 años, y en algunos casos, como Alemania, Irlanda y Francia, se ha aprobado una progresiva ampliación hasta los 67 años (véase cuadro 1). Numerosos estudios empíricos permiten destacar la potencia de esta medida a la hora de contribuir a la sostenibilidad de los sistemas de pensiones, sin que de ella se deriven efectos adversos sobre el crecimiento, el ahorro o el mercado de trabajo. Por ejemplo, un trabajo reciente de Karam et ál. (2010) compara los efectos de distintas medidas de reforma de las pensiones, que comprenden un retraso de dos años en la edad de jubilación efectiva, un aumento de 2,5 puntos de las cotizaciones a la Seguridad Social y una reducción del nivel de las prestaciones (de un 15 %), calibradas de manera que todas ellas tengan el mismo efecto sobre el gasto en pensiones. Como se comprueba en el trabajo, el retraso en la edad de jubilación tiene un impacto positivo sobre el crecimiento, ya que aumenta el número de años trabajados y el consumo, frente al descenso de las prestaciones, que provoca un aumento del ahorro de los hogares para hacer frente al retroceso de renta que se producirá en un futuro. El aumento de las cotizaciones, por su parte, tiene un efecto negativo sobre la oferta de trabajo, que deprime la actividad a corto y largo plazo. Según estas simulaciones del FMI, en el primer caso, el PIB aumentaría casi un 6 % respecto al escenario base a largo plazo; en el segundo, solo un 0,4 %, y en el tercero desciende aproximadamente un 1 %.

Además del aumento en la edad legal de jubilación, se han introducido otras medidas que tratan de aproximar la edad de jubilación efectiva a la edad de jubilación legal, mediante el aumento de la edad de jubilación mínima (Francia, por ejemplo), a través de un incremento en el número de años necesario para alcanzar el 100 % de la pensión (Francia y también Suecia), aumentando la penalización que se aplica a las jubilaciones que se producen antes de alcanzar la edad legal de jubilación (Alemania, Portugal o Italia) o introduciendo incentivos para prologar la vida laboral más allá de una determinada edad (Francia o Alemania). En el cuadro 5 se resumen algunas de estas medidas<sup>9</sup>, y en él se puede comprobar que en algunos países, como Italia, Grecia, Portugal y Francia, todavía es posible retirarse a una edad próxima a los 60 años, sin una penalización excesiva siempre y cuando se reúna un número determinado de años de cotización.

Otra reforma aplicada con carácter general en muchos países ha sido el aumento del número de años de cotización que se tienen en cuenta a la hora de calcular el nivel de la pensión. En la actualidad hay diversos países que tienen en cuenta toda la vida laboral en el cálculo de las pensiones (Italia, Portugal y más recientemente Grecia, o también Reino Unido y Suecia). Esta medida tiende a reducir la regresividad inherente a aquellos sistemas que emplean solo los últimos años [véase Jimeno (2003)], porque la desigualdad laboral aumenta considerablemente en los años finales de la vida laboral de los individuos. Los trabajadores de mayores salarios, generalmente más cualificados, tienden a presentar una curva de salarios a lo largo del tiempo con pendiente ascendente, mientras que los trabajadores menos cualificados al final de su vida laboral tienen mayores dificultades para mantener un empleo y en ocasiones encuentran empleos más precarios. Otros países han ampliado considerablemente el período de cálculo de las pensiones (a 25 años en el caso de Francia, por ejemplo).

Otro tipo de reformas que tienen implicaciones sobre la generosidad de los sistemas de pensiones son las que afectan a los mecanismos de actualización de las contribuciones y de revalorización de las pensiones. En concreto, para el cálculo de las bases la mayoría

9 Véase OCDE (2006) para un análisis detallado de las medidas que han aplicado los países de la OCDE con el propósito de prolongar la vida laboral.

	Factores de sostenibilidad	Condiciones de jubilación anticipada	Condiciones para prolongar la vida laboral
<b>Alemania</b>	La iniciación de la pensión a los salarios se ajustará en función de la tasa de dependencia.	La edad legal de jubilación es 65 años (67), pero se puede alcanzar la jubilación anticipada a los 63 años con 35 años de cotización y con una penalización del 3,5% menos por año. Cuando la edad legal ascienda a 67 años, se podrá alcanzar la jubilación anticipada a los 65 años sin penalización siempre y cuando se tengan 45 años de cotización.	Si se trabaja por encima de los 67 años se incrementa la pensión en un 6% por año trabajado.
<b>Francia</b>	El período de cotización necesario para el cálculo de la pensión se ajusta en función de la esperanza de vida a los 60 años.	La edad legal de jubilación es 65 años, pero se puede alcanzar la jubilación anticipada sin penalización a partir de los 57-60 años siempre y cuando se tengan 41-42 años de cotización.	Si se trabaja por encima de los 60 años y se tienen 41 años de cotización, cada año incrementa un 5% el nivel de la pensión.
<b>Italia</b>	El importe de la pensión depende directamente de unos «coeficientes de transformación» calculados en función de la esperanza de vida.	La edad legal de jubilación es 65 años, pero se puede alcanzar la jubilación sin penalización a cualquier edad siempre que se tengan 30 años de cotización.	Se puede extender la edad de jubilación más allá de los 65 años, aunque los coeficientes de transformación permanecen constantes.
<b>Portugal</b>	El importe de la pensión se ajusta según el cociente entre la esperanza de vida a los 65 años en 2006 y la esperanza de vida a esa misma edad del año inmediatamente anterior al de jubilación.	La edad legal de jubilación es 65 años con 15 años de cotización, pero se puede alcanzar la jubilación a partir de los 55 años siempre que se tengan 30 años de cotización, con una reducción del 0,5% de la pensión. Si se tienen 40 años de cotización, se puede alcanzar la jubilación a cualquier edad.	Se puede extender la edad de jubilación más allá de los 65 años.
<b>Grecia</b>	A partir de 2020 se vinculará la edad de jubilación a la esperanza de vida.	La edad legal de jubilación es de 65 años, y la edad mínima es de 60 años, con una reducción del 6% de la pensión. No obstante, con 37 años de cotización se puede alcanzar la jubilación a cualquier edad.	Para aquellos que permanecen más allá de los 65 años, se consigue un aumento de la pensión del 3,3% por cada año.
<b>Suecia</b>	El importe de la pensión se ajusta por la esperanza de vida en el momento de la jubilación.	La edad legal de jubilación son 67 años, pero es posible jubilarse a partir de los 61 años (las cuentas nacionales garantizan que las pensiones se ajustan automáticamente).	También es posible trabajar más allá de la edad legal y cada año adicional genera nuevos ingresos por pensiones.

FUENTES: Comisión Europea, OCDE y Banco de España.

de los países actualiza las rentas salariales percibidas hasta el momento de la jubilación aplicando índices de crecimiento salarial, si bien algunos países han cambiado de criterio recientemente para utilizar un índice de precios, que en general presenta crecimientos inferiores a los de los salarios de la economía. Por ejemplo, Francia ha pasado a utilizar índices de precios y Portugal a emplear índices mixtos que combinan precios y salarios. Por lo que respecta a las condiciones de revalorización, en la actualidad la mayoría de los países tienen en cuenta la evolución de los precios.

Finalmente, algunos países de la UEM han introducido los denominados «factores de sostenibilidad», con el propósito de adaptar con carácter mecánico los niveles de las prestaciones a los cambios en la esperanza de vida o a otro tipo de condiciones económicas, aunque esta última posibilidad es menos frecuente (véase cuadro 5). El grado de automatismo y su diseño es diferente en cada caso, pero el objetivo común es incrementar la estabilidad financiera a largo plazo, evitando que en el sistema interfieran objetivos de ámbito más político. Además, estos mecanismos se caracterizan por su transparencia, de forma que incrementan la credibilidad y la confianza por parte de los ciudadanos sobre la marcha de los mismos. Entre los ejemplos más destacados se puede mencionar el mecanismo de Francia o Italia, que consiste en ligar a la esperanza de vida de la población la edad mínima requerida para percibir una pensión o el período mínimo de contribución

exigido. Otra manera de conseguir mecanismos de ajuste financiero automático consiste en ligar la indexación de las pensiones o las tasas de actualización de las cotizaciones al crecimiento del PIB (como se hace en Portugal) o a la tasa de dependencia de la población de mayor edad, como en Alemania<sup>10</sup> [véanse Vidal-Melia et ál. (2008) y Borsch-Supan (2007), para un mayor detalle sobre el funcionamiento de estos mecanismos de ajuste].

Aparte de las reformas paramétricas, algunos países han introducido cambios más profundos en los fundamentos de su sistema de pensiones. Muchas de estas reformas han supuesto un abandono de los mecanismos de reparto de prestación definida por otros de contribución definida. En todos los casos, estas reformas se han ido introduciendo de manera gradual<sup>11</sup> y han venido acompañadas de incentivos para el establecimiento de otros regímenes complementarios de carácter privado (individuales u ocupacionales), con la intención de mantener unos niveles adecuados de renta en la jubilación. Entre los modelos de contribución definida, ha suscitado mucho interés el sistema de cuentas nocionales introducido en los años noventa en Italia (otro ejemplo es Suecia), y el sistema de puntos de Alemania, que constituye una variante del anterior.

En concreto, el sistema de pensiones italiano fue introducido en el año 1995 y descansa en tres pilares: i) un sistema de pensiones público de reparto basado en el principio de cuentas nocionales (NDC); ii) un sistema de capitalización complementario articulado a través de las empresas, y iii) un sistema privado de carácter voluntario.

En el sistema público de pensiones, cada individuo acumula sus cotizaciones en una cuenta virtual, cuyo rendimiento, establecido de manera exógena, es el crecimiento medio del PIB de la economía de los últimos cinco años<sup>12</sup>. Una vez que el individuo se jubila, la prestación se traduce en una renta vitalicia anual, basada en el saldo acumulado en sus respectivas cuentas individuales y un factor de conversión que depende negativamente de la esperanza de vida específica de la cohorte que se jubila ese año y positivamente de la edad de jubilación [véase Boeri y Galasso (2010) para una explicación detallada del coeficiente de conversión]. Las pensiones se revalorizan exclusivamente según la evolución de los precios. Al tiempo que se introdujo este sistema de cuentas nocionales, se trató de fomentar la contribución a los fondos de pensiones privados, mediante la introducción de incentivos fiscales, que se ampliaron en 2004 y en 2007.

Alemania también ha introducido importantes reformas en su sistema público de pensiones, buscando una relación más estrecha entre las cotizaciones realizadas y las pensiones

10 En el caso de Suecia, la indexación de las pensiones está ligada a una ratio de solvencia, esto es, los activos del sistema, definidos como el flujo de cotizaciones acumulado, frente a los pasivos por pensiones. En condiciones normales, las pensiones se revalorizan en línea con los salarios, pero existe un mecanismo de ajuste automático que se activa cuando la ratio de solvencia es inferior a la unidad. En ese caso, se reducirían las tasas de revalorización de las pensiones y de actualización de las bases, hasta que el sistema volviera a estar en equilibrio.

11 Por ejemplo, la reforma del sistema de pensiones alemán se introdujo en 1999, pero el nuevo sistema comenzó a aplicarse a las personas que tenían como máximo 45 años, aunque los pensionistas nacidos entre 1938 y 1953 podían recibir su pensión de acuerdo con una mezcla de las reglas antiguas y las actuales. En el caso de Italia, el proceso de transición entre el sistema inicial y el derivado de las reformas fue también lento. La reforma Amato de 1992 tuvo un carácter paramétrico y se aplicó solo a aquellos trabajadores más jóvenes, que tenían menos de 15 años cotizados a finales de 1992, mientras que para los trabajadores con mayor antigüedad se mantuvo el régimen anterior. Análogamente, la reforma Dini supuso la introducción del sistema de cuentas nocionales en 1995 y se aplicó a los trabajadores con menos de 18 años cotizados en ese año, con un sistema de prorrateo basado en el tiempo de contribución al nuevo y al viejo sistema, respectivamente, manteniéndose las condiciones previas para los trabajadores con un número de años cotizados superior a 18.

12 El cambio a un sistema de contribución definida no alteró, en realidad, la naturaleza del sistema de reparto, ya que las pensiones corrientes continúan siendo financiadas con las contribuciones corrientes.

recibidas y una combinación adecuada entre los sistemas de provisión de pensiones públicos y privados. En concreto, el sistema alemán se basa en tres pilares: i) un plan de pensiones público obligatorio gestionado por el Gobierno; ii) un plan de pensiones «ocupacional» privado, y iii) un plan de pensiones privado de carácter voluntario.

El primer pilar constituye un sistema general de reparto que cubre a alrededor del 80 % de los trabajadores en activo<sup>13</sup>. Para el cálculo de las pensiones se utiliza un sistema de puntos, de forma que el trabajador obtiene «puntos pensionables» cuyo valor dependerá de que la contribución que se haga en un año se base en una renta menor o mayor que la media de los ingresos de todos los contribuyentes. En el momento de la jubilación, se acumulan los puntos de cada año y dicha suma se multiplica por el valor de un punto, establecido por el Gobierno (316,98 € en 2008). Este valor del punto es el mismo para los nuevos y los antiguos jubilados. La pensión se actualiza anualmente en línea con la evolución de los salarios brutos, aunque esta indiciación depende de tres mecanismos de ajuste automáticos. El primero se aplica si hay un desajuste entre los ingresos y los gastos del sistema y supone un aumento de los tipos de cotización y una reducción del valor del punto. El segundo, denominado RiesterFaktor, supone una revisión a la baja de las pensiones, conforme aumentan las contribuciones a los fondos privados de pensiones, en la medida en que dicho ahorro está incentivado fiscalmente y supone una pérdida de ingresos fiscales del Estado. El tercero, denominado «factor de sostenibilidad» (introducido en 2004), relaciona la liquidación del valor del punto con la tasa de dependencia del sistema (la ratio de número de cotizantes respecto a número de pensionistas) y reduce la cuantía de las pensiones si dicha ratio disminuye.

En el segundo pilar, introducido en 2001 en la reforma Riester, el empresario está obligado por ley a ofrecer al trabajador la posibilidad de reconvertir parte de su salario en una futura prestación. Esta alternativa tiene importantes incentivos fiscales. Como se ha dicho, también dispone de un sistema privado de carácter individual y voluntario con importantes incentivos fiscales, que gozan de reducciones impositivas y de bonificaciones, especialmente para los grupos de rentas bajas. La cobertura de los planes de pensiones de empleo (pagados por la compañía para la cual se trabaja) es del 57 % de los trabajadores, y la de los personales, del 13 %, y hay un número significativo de individuos que poseen ambas categorías<sup>14</sup>.

Otro ejemplo de sistema de cuentas nocionales es el de Suecia, que difiere del italiano en algunas características<sup>15</sup>, entre las que merece la pena destacar la incorporación de un mecanismo de ajuste automático que se activa si la ratio de solvencia o la ratio de balance del sistema es inferior a la unidad (esto es, si los activos del sistema, definidos como el flujo de cotizaciones acumulado, son superiores a los pasivos por pensiones). En ese caso, se reducirían las tasas de revalorización de las pensiones y de actualización de las bases, hasta que el sistema vuelva a estar en equilibrio. El sistema sueco también difiere del italiano y del alemán en los sistemas de provisión de pensiones privados, que presentan un carácter universal y obligatorio, en el caso del sistema de cuentas individuales capitalizadas, y cuasi obligatorio, en el caso del sistema ocupacional.

13 Los funcionarios y la mayoría de los autónomos no están bajo el esquema público y sus pensiones se sufragan directamente de los presupuestos públicos. Además, hay esquemas especiales para los agricultores y las profesiones liberales (médicos, arquitectos o abogados).

14 En el caso de Suecia, el sistema de pensiones público se complementa con planes de pensiones individuales de carácter obligatorio, donde los cotizantes tienen cuentas individuales financieras administradas privadamente, y con planes de pensiones ocupacionales de carácter casi obligatorio —cubren a más del 90 % de los trabajadores—, que se establecen mediante acuerdos colectivos con los sindicatos.

15 Para la revalorización de las pensiones se tienen en cuenta los salarios de la economía, mientras que la actualización de las bases se realiza tomando como referencia el crecimiento medio de los salarios de la economía de los últimos cinco años.

Porcentaje sobre el total

	Tasa bruta de reemplazamiento (a)		Tasa neta de reemplazamiento (a)		Valor acumulado esperado de las pensiones (b)
	Antes de la reforma	Después de la reforma	Rentas medias	Rentas altas	
Alemania	48,7	39,9	57,9	57,2	8,5
Francia	64,7	51,2	60,4	53,1	10,1
Italia	90,0	67,9	75,3	76,7	10,8
España	—	—	58,0	52,0	
Irlanda	29,0	—	35,8	26,8	6,3
Grecia (c)	95,7	—	111,2	106,8	16,3
Portugal	90,1	54,1	69,2	70,5	8,6
Suecia	78,9	62,1	53,6	72,6	9,6

FUENTE: OCDE (2011).

- a Cociente entre el valor de la pensión recibida en el primer año de jubilación y el salario medio de la economía, en términos brutos o netos.  
 b Valor actualizado del flujo acumulado de prestaciones recibidas a lo largo de la jubilación.  
 c Calculado antes de la reforma de 2010.

#### IMPACTO DE LAS REFORMAS

Es importante recordar que las reformas se han diseñado para hacer frente a los problemas de viabilidad financiera que se derivan de las proyecciones de gasto en pensiones basadas en la continuidad de los esquemas de seguridad social vigentes. Para resolver estos retos de largo plazo, las reformas han supuesto, en el plazo más corto, una reducción de la generosidad de los sistemas públicos de pensiones. Un estudio de la OCDE (2007) calcula los efectos que han tenido las reformas sobre la tasa de reemplazamiento, esto es, la relación entre el último salario recibido y la pensión del primer año<sup>16</sup>, para distintos países, que se presenta en el cuadro 6. Como se puede apreciar, los efectos son muy significativos en Portugal y en Italia (también en Suecia), que antes de la reforma presentaban tasas de sustitución muy superiores a las del resto de los países. También en Alemania se ha reducido notablemente la relación entre el nivel de las pensiones y los salarios medios de la economía.

En el cuadro 6 también se presenta, con la última información disponible, la comparación de algunos indicadores de generosidad de los sistemas de pensiones según las estimaciones de la OCDE (2011). En concreto, se emplea la tasa de reemplazamiento o sustitución en términos netos, una vez se tiene en cuenta la imposición aplicada sobre las pensiones y sobre los salarios, que en algunos países difiere, y el valor esperado de las pensiones futuras en porcentaje del salario medio de la economía. Como se puede apreciar, la generosidad de las prestaciones del sistema público de pensiones de Grecia constituye un caso extremo, con valores de la tasa de sustitución que superan el 100 %, que pueden distorsionar los incentivos para la jubilación anticipada. Aunque las reformas recientes reducirán sin duda esta ratio, difícilmente pueden aproximarla a la de otras economías de la UE. Por su parte, a pesar de las reformas recientes, Portugal e Italia (al igual que Suecia) mantienen tasas de reemplazamiento similares a las del promedio de la OCDE (68,8 %), pero superiores a las de otras economías europeas como Francia o Alemania, donde las tasas de sustitución son relativamente reducidas, aunque sin alcanzar los valores de Irlanda, cuyo sistema público solo proporciona una pensión mínima.

<sup>16</sup> La tasa de sustitución se calcula como la pensión neta dividida por los ingresos netos previos a la jubilación, de los que se deducen los impuestos sobre la renta y las cotizaciones pagadas por los trabajadores y los pensionistas.



Desde una perspectiva de largo plazo, que es la adecuada para valorar los efectos de las reformas, la reducción de la generosidad de los sistemas públicos y la mayor participación del sector privado en la provisión de pensiones han contribuido a aumentar la sostenibilidad financiera de los sistemas públicos de pensiones, ya que, como se comentó anteriormente, las previsiones sobre el gasto en pensiones que se realizaban a mediados de los años noventa apuntaban hacia niveles de gasto insostenibles (superiores al 20 % del PIB), que habrían supuesto una presión notable para la realización de otras funciones del sector público. En la actualidad, las estimaciones de la Comisión Europea apuntan hacia un incremento del gasto en esta partida próximo a los 3 pp del PIB en los próximos 50 años, aunque con grandes diferencias por países.

## Conclusiones

Las proyecciones de gasto en pensiones disponibles para el conjunto de los países de la UEM plantean un desafío importante para la viabilidad financiera de los esquemas de Seguridad Social vigentes en la mayoría de los Estados miembros de la UEM, aunque con grandes diferencias por países. Por ello, numerosas economías europeas han afrontado durante los años recientes un proceso paulatino de reforma de sus sistemas de pensiones.

Alemania e Italia han introducido reformas de gran calado, orientándose hacia un sistema de contribución definida en el que las pensiones se determinan teniendo en cuenta toda la vida laboral del individuo y que además incorpora mecanismos de ajuste automático frente a los cambios en la esperanza de vida o en la tasa de dependencia de la población mayor.

En la mayoría de los casos, sin embargo, las reformas han ido dirigidas a modificar los parámetros de los sistemas existentes. La prolongación de la edad legal de jubilación, el aumento de la edad de jubilación mínima y el incremento de las penalizaciones a la jubilación anticipada, con el propósito de aproximar la edad de jubilación efectiva a la edad legal, han sido las medidas empleadas en muchas economías. En otros países, se han dado pasos para prolongar el período de cotización que se tiene en cuenta a la hora de calcular las pensiones, buscando estrechar el vínculo entre las cotizaciones realizadas y las prestaciones percibidas y eliminar los desincentivos para la oferta de trabajo de los individuos de mayor edad que presentan algunos sistemas de pensiones y que se materializan en tasas de participación laboral reducidas para las cohortes de mayor edad y una edad de jubilación efectiva reducida y alejada de la edad de jubilación legal.

Al mismo tiempo, se han desarrollado planes de pensiones privados de carácter ocupacional o personal, alentados por el establecimiento de incentivos fiscales, que tratan de mantener un nivel de prestaciones adecuado, pero, en general, la provisión privada de pensiones todavía desempeña un papel reducido. Destaca la excepción de Alemania, donde aproximadamente un tercio de la población activa ha constituido un plan de pensiones de carácter ocupacional, e Irlanda.

Finalmente, hay que señalar que las reformas necesarias para garantizar la viabilidad financiera futura de las pensiones se traducen en el establecimiento de un vínculo más estrecho de la cuantía de las prestaciones con todo el historial laboral de los individuos, al tiempo que retrasan la edad de jubilación y aumentan la participación de los planes privados en la provisión de pensiones, por lo que es muy importante que vengán acompañadas de mejoras en el funcionamiento de los mercados de trabajo y de capitales.

7.6.2011.



## BIBLIOGRAFÍA

- BOERI, T., y V. GALASSO (2010). *Is Social Security secure with NDC?*, Documento de Trabajo, IZA 5235.
- BOLDRIN, M., J. J. DOLADO, J. F. JIMENO y F. PERACCHI (1999). «Rescuing unfunded pensions», *Economic Policy*, octubre.
- BORSCH-SUPAN, A. (2007). *Rational pension reform*, Documento de Trabajo n.º 132, Mannheim Research Institute for the Economics of Ageing.
- COMISIÓN EUROPEA (2009). *Informe de envejecimiento*.
- CONDE, I., y J. ALONSO (2006). «El Sistema de pensiones en España ante el reto del envejecimiento», *Presupuesto y Gasto Público*, 44, pp. 51-73.
- DE LA FUENTE, A., y R. DOMENECH (2009). «Ageing and real convergence: challenges and proposals», en Juan F. Jimeno (ed.), *Spain and the euro: the first ten years*, Banco de España, Madrid.
- GRUBER, J., y D. WISE (1998). «Social Security and retirement: an international comparison», *The American Economic Review*, 88 (2), pp. 158-163.
- JIMENO, J. F. (2003). «La equidad intrageneracional de los sistemas de pensiones», *Revista de Economía Aplicada*, 33, vol. XI, pp. 5-48.
- KARAM, P., D. MUIR, J. PEREIRA y A. TULADHAR (2010). *Macroeconomic effects of public pension reforms*, FMI Working Paper 297.
- MARTÍN, J. P., y E. WHITEHOUSE (2007). *Reforming Retirement income systems: lessons from recent experiences of OECD countries*, OECD Working Document 66.
- MC MORROW, K., y W. ROEGER (2002). *EU pension reform: an overview of the debate and an empirical assessment of the main policy-reform options*, European Commission Economic Papers 162.
- OCDE (2006). *Live longer, work longer*, OECD, París.
- (2007). *A decade of pension reform: the impact on future benefits*, OECD, París.
- (2009). *Pensions at a glance*, OECD, París.
- (2011). *Pensions at a glance*, OECD, París.
- VIDAL-MELIA, C., M. C. BOADO-PENAS y O. SETTERGREN (2008). *Mecanismos financieros de ajuste automático en el sistema de pensiones de reparto*, mimeo.
- WHITEHOUSE, E. R. (2006). «New Indicators of 30 OECD countries' pension systems», *PEF*, 5 (3), pp. 275-298.
- (2010). *Decomposing Notional Defined contribution pensions: experience of OECD countries*, OECD Social, Employment and Migration Working Papers, 109, OECD Publishing.
- YOO, K., y A. DE SERRES (2004). «Tax Treatment of private pension savings in OECD countries», *OECD Economic Studies*, 39 (2), pp. 73-110.

LA FINANCIACIÓN EXTERIOR Y EL ENDEUDAMIENTO DE LOS NUEVOS ESTADOS  
MIEMBROS DE LA UE

## LA FINANCIACIÓN EXTERIOR Y EL ENDEUDAMIENTO DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Este artículo ha sido elaborado por Maitena Duce y Daniel Garrote, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### Introducción

El acceso a la Unión Europea (UE) de los países de Europa Central y del Este el 1 de mayo de 2004 —Bulgaria y Rumanía lo hicieron el 1 de enero de 2007— propició un rápido desarrollo económico, con progresos notables en la convergencia real, incrementando su nivel de PIB per cápita, en promedio, desde un 55,4 % de la media de la UE 27 en 2004, hasta un 63,5 % en 2010 (véase el panel superior izquierdo del gráfico 1). Este proceso de convergencia se apoyó en cuantiosas entradas de capital extranjero, que contribuyeron a una rápida expansión del crédito y de la demanda interna. La contrapartida de esta fuerte expansión fueron las elevadas y persistentes necesidades de financiación externa, reflejadas en amplios déficits por cuenta corriente y en el consiguiente y progresivo incremento del endeudamiento externo, particularmente concentrado en el sector bancario, en el que existe una elevada presencia de la banca extranjera (véase el panel superior derecho del gráfico 1), y en el sector privado no financiero<sup>1</sup>. Además, este patrón de crecimiento propició un recalentamiento de algunas de estas economías previo a la crisis financiera y presiones inflacionistas que eran cada vez más difíciles de manejar.

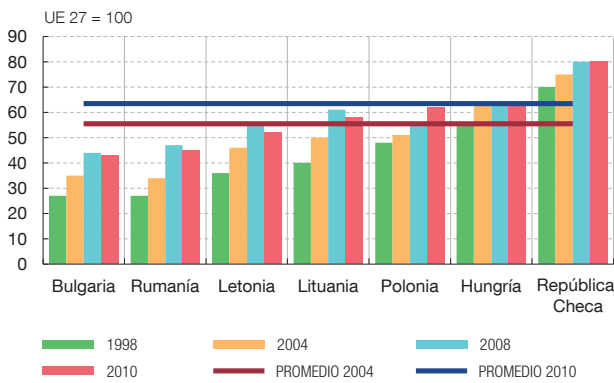
En cualquier caso, la acumulación de desequilibrios macroeconómicos y financieros a lo largo de los años de expansión (2004-2007) situó a la mayoría de estos países en una posición de especial vulnerabilidad ante la crisis financiera internacional. La crisis provocó un fuerte frenazo de los flujos de capital exterior, que indujo un severo ajuste económico interno y una notable disminución del déficit exterior —incluso algunos países pasaron a registrar superávit—. A su vez, la fuerte contracción de la actividad se tradujo en un deterioro adicional tanto de la posición deudora neta y la deuda externa de los países como del endeudamiento total de los diferentes sectores de la economía. La severidad de la crisis en Europa del Este confirma que, en un período de fuerte inestabilidad financiera y económica, los países más dependientes de la financiación exterior y con un mayor predominio de las inversiones más volátiles tienden a ser los más castigados por los mercados financieros, por su limitada capacidad de hacer frente a elevadas necesidades de financiación desde una perspectiva interna. En este sentido, resulta interesante analizar además de su posición neta, su nivel de endeudamiento y su composición por sectores. Otro elemento de interés en los países de Europa emergente es el papel que ha tenido la coordinación a nivel regional entre inversores exteriores, autoridades internas y organismos internacionales para mitigar los efectos de la crisis, a través de la llamada «Iniciativa de Viena».

En este artículo se describe la evolución de la financiación exterior y del endeudamiento de los países que entraron en la UE desde 2004 y que todavía no han adoptado el euro (en adelante, se denominarán nuevos Estados miembros de la UE)<sup>2</sup>, distinguiendo claramente los dos períodos que se han mencionado antes. El artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se analiza, por una parte, cómo han evolucionado el volumen y la composición de los flujos financieros y, por otra, el *stock* de activos y pasivos con el exterior en dichos países entre 2004 y 2010 —utilizando los datos de la Balanza de Pagos y de la Posición de

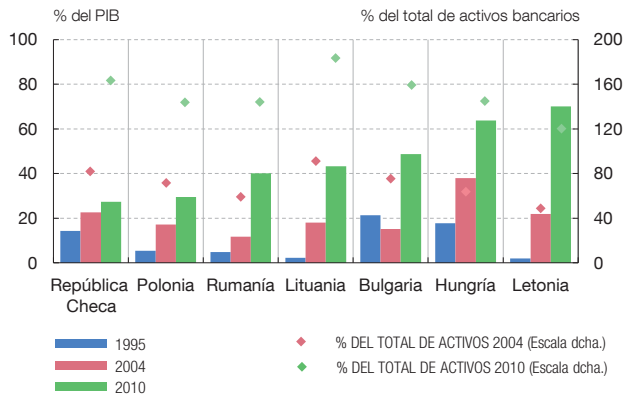
<sup>1</sup> Véase Gordo y del Río (2009).

<sup>2</sup> Incluye Polonia, Hungría, República Checa, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía. Se ha excluido del análisis a Estonia, dado que adoptó el euro en enero de 2011.

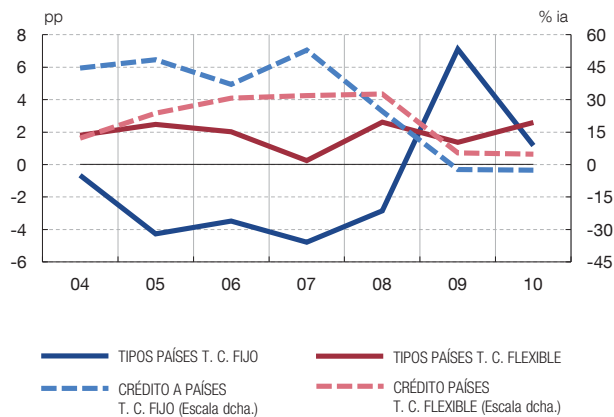
EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA (PPP)



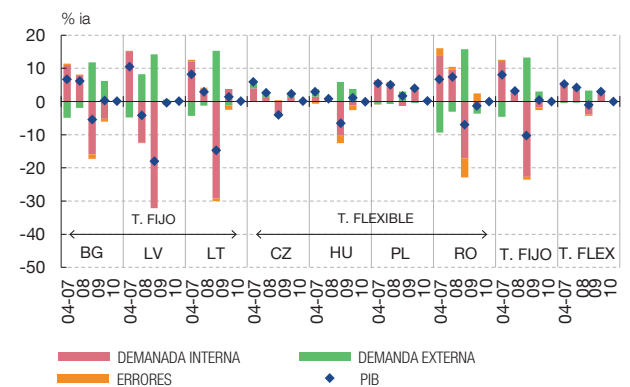
ACTIVOS DE LOS BANCOS EXTRANJEROS EN EUROPA DEL ESTE



TIPOS DE INTERÉS REALES Y CRECIMIENTO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (a)



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB (a)



FUENTES: Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, Banco de Pagos Internacionales, Datastream y Eurostat.

a Países con tipo de cambio fijo: Bulgaria (BG), Letonia (LV) y Lituania (LT). Con tipos de cambio flexible: Hungría (HU), Polonia (PL), República Checa (CZ) y Rumanía (RO).

Inversión Internacional (PII). Dada la importancia que para estos países tienen los pasivos materializados en instrumentos de deuda, tanto por su volumen como por los riesgos macrofinancieros que conllevan, la sección 3 examina en mayor detalle el endeudamiento de los sectores de las distintas economías, prestando especial atención a los pasivos frente a no residentes o deuda externa y al endeudamiento en moneda extranjera. Se incluyen, además, dos recuadros; uno, sobre la ayuda financiera internacional que han recibido algunos de estos países, y otro, sobre la Iniciativa de Viena. Por último, se destacan las principales conclusiones<sup>3</sup>.

### Los flujos financieros con el exterior y la Posición de Inversión Internacional

Los nuevos Estados miembros de la UE se han beneficiado en la última década de un mayor grado de integración comercial y financiera con el resto de países de la Unión, lo que les ha permitido avanzar en la convergencia real, pero no siempre en la mejora de sus fundamentos económicos, pues este proceso les ha hecho más vulnerables a las perturbaciones financieras originadas en el exterior, como se ha observado en los años de crisis. En el período de expansión anterior a la crisis mundial, el PIB agregado de la región

3 Conviene advertir que los datos utilizados de Balanza de Pagos, de la PII y de las Cuentas Financieras están en moneda local para evitar la distorsión de la conversión a otra moneda. Únicamente los datos de deuda externa están en dólares, por utilizarse una base de datos común.

analizada creció en torno al 6 %, pero con notables diferencias por países. El incremento del PIB fue mayor en los países con tipos de cambio fijo —destacando Letonia y Lituania—, que registraron en promedio un crecimiento del 7,9 % en el período 2004-2007, frente a un 5,3 % para el conjunto de países con tipos de cambio flexibles<sup>4</sup>.

El mayor empuje de la actividad en los países con tipo de cambio fijo se podría atribuir a varios factores. En promedio, partían de un menor nivel de PIB per cápita (véase el panel superior izquierdo del gráfico 1) y desde su acceso a la UE se beneficiaron de unas condiciones de financiación muy favorables —tipos de interés reales a corto plazo negativos—, que impulsaron una fuerte expansión del crédito al sector privado (en torno al 40 %-50 % interanual en promedio), mucho más acentuada que en los países con tipos de cambio flexible (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 1). Además, dado el diferencial de tipos de interés y la percepción de un riesgo cambiario reducido frente al euro, se produjo un rápido incremento del endeudamiento externo en euros. A su vez, la facilidad de acceso al crédito se tradujo en un elevado crecimiento de la demanda interna y de las importaciones (véase el panel inferior derecho del gráfico 1), sin que la política monetaria pudiera responder contractivamente en los países con tipo de cambio fijo. Este entorno favoreció también la expansión de los precios de los activos, en particular de los precios de la vivienda<sup>5</sup>. Todo este proceso se retroalimentó, dado que la expansión de la demanda presionó al alza los precios y se redujeron los tipos de interés reales, favoreciendo una mayor expansión del crédito y de la demanda interna.

El mayor crecimiento de los países con tipos de cambio fijo vino acompañado por una sustancial ampliación de su déficit por cuenta corriente, que llegó a rebasar en algún país el 20 % del PIB en la segunda mitad de 2007. Por el contrario, en los países con tipos de cambio flexibles el déficit por cuenta corriente evolucionó de forma más controlada, manteniéndose siempre, en promedio, en niveles inferiores al 6 % del PIB (véase gráfico 2).

A partir de 2008, la crisis global golpeó con fuerza a toda la región, pero en mayor medida a los países que habían acumulado mayores desequilibrios externos. Así, el PIB de los países con tipos de cambio fijo mostró una acusada desaceleración y posteriormente una caída abrupta —llegó a contraerse entre un 7,6 % en Bulgaria y un 19,5 % en Letonia—, lo que se reflejó a su vez en una corrección muy rápida del déficit por cuenta corriente, que cambió de signo en 2010, como consecuencia del derrumbe de la demanda interna y de las importaciones. Por el contrario, en los países con tipos de cambio flexibles el PIB disminuyó de forma más suave, hasta contraerse, en promedio, en torno a un 2 % en 2009 —Polonia fue el único país de la UE que no entró en recesión— y, en paralelo, el déficit por cuenta corriente también disminuyó con la misma intensidad, llegando a reducirse hasta el entorno del 1 % del PIB<sup>6</sup>. En definitiva, durante la etapa de fuerte crecimiento económico todos los países presentaban déficits por cuenta corriente e incrementaron sus necesidades de financiación frente al exterior, mientras que tras la crisis algunos países pasaron a tener capacidad de financiación y, por tanto, redujeron el volumen de sus pasivos netos frente al resto del mundo, si bien la región en su conjunto siguió demandando financiación del exterior.

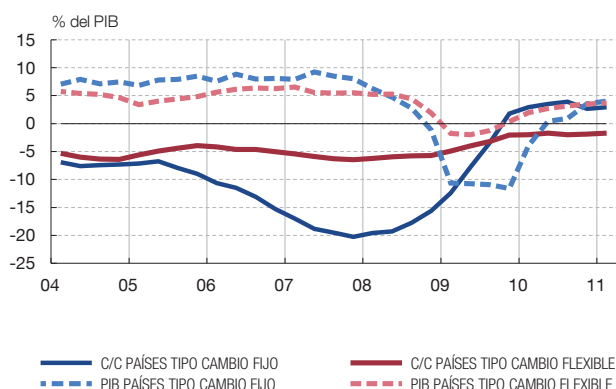
En consecuencia, las entradas netas de capital —medidas como pasivos menos activos de la cuenta financiera en el gráfico 3— siguieron una trayectoria creciente hasta diciembre

4 Los países con tipo de cambio flexible son Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía, mientras que los que mantienen un tipo fijo son Letonia, Lituania y Bulgaria —los dos últimos mantienen un *currency board* frente al euro—.

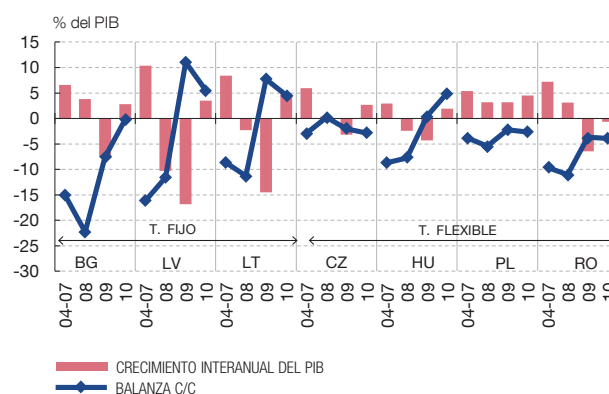
5 Véase Egert y Martin (2009).

6 Para un análisis más detallado del impacto de la crisis financiera en las economías de Europa Central y del Este, véase BCE (2010).

PAÍSES CON TIPO DE CAMBIO FIJO FREENTE A FLEXIBLE



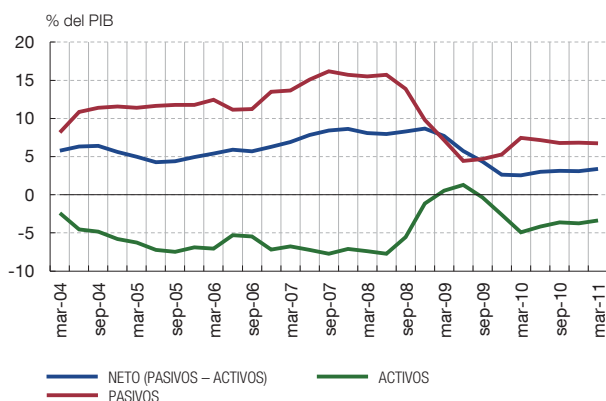
DESGLOSE POR PAÍSES



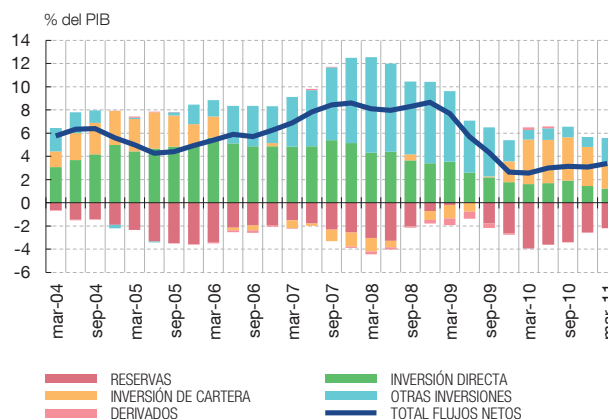
FUENTES: Datastream y fuentes nacionales.

EVOLUCIÓN DE LA CUENTA FINANCIERA: DESGLOSE POR COMPONENTES

COMPARACIÓN ACTIVOS, PASIVOS Y NETO (a)



COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS NETOS (a)



FUENTES: Estadísticas de balanza de pagos de los bancos centrales nacionales.

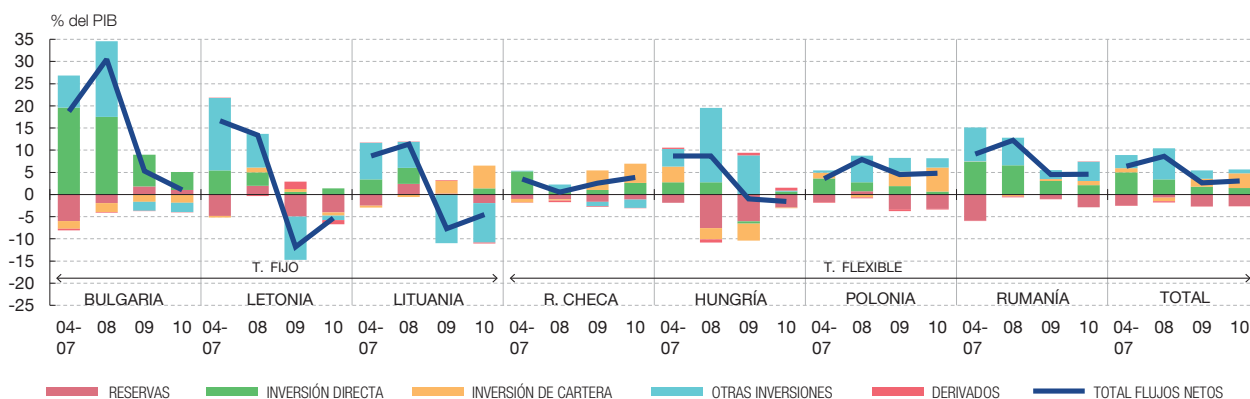
a Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) de capitales, desde la óptica de estos países.

de 2008 —en el último trimestre de ese año llegaron a representar un 8,6% del PIB— y, posteriormente, experimentaron una disminución abrupta hasta finales de 2009, seguida de una ligera recuperación en 2010. Las menores entradas netas de capital se debieron tanto a una reducción de las inversiones recibidas por estos países —los pasivos en el gráfico— como a una disminución de sus inversiones en el exterior —los activos—. Estas últimas llegaron incluso a cambiar de signo en la primera mitad de 2009, como resultado de las repatriaciones de capital desde el extranjero, en el momento de mayor endurecimiento en las condiciones de financiación. En este sentido, algunos estudios empíricos, como el de Broner et ál. (2010), muestran la elevada correlación en la evolución de los activos y los pasivos.

COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES

Diversos estudios señalan que la composición de los flujos de capitales tiene implicaciones para el crecimiento económico y la estabilidad financiera. Así, se considera que la inversión directa, además de ser más estable, estimula el crecimiento al estar ligada a la transferencia de conocimiento y a la diversificación del riesgo, mientras que, por el contrario, las restantes inversiones tienen efectos más limitados sobre el crecimiento y, al mismo

DESGLOSE POR PAÍSES (a)



FUENTE: Estadísticas de balanza de pagos de los bancos centrales nacionales.

a Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) de capitales, desde la óptica de estos países.

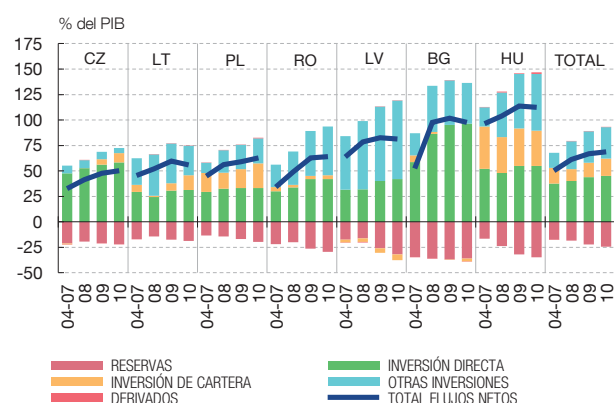
tiempo —dada su volatilidad— implican una mayor vulnerabilidad de las economías, sobre todo si se materializan en moneda extranjera<sup>7</sup>.

A lo largo del período analizado, la composición de las operaciones netas con el exterior ha experimentado cambios muy relevantes en la región. En los años previos a la incorporación a la UE, hubo un claro predominio de la inversión directa del exterior, que llegó a suponer la casi totalidad de los flujos netos, lo cual dotaba de gran estabilidad a la financiación externa. Sin embargo, tras la adhesión a la UE, la inversión de cartera, en primer lugar, y, posteriormente, los flujos correspondientes a «otras inversiones» —fundamentalmente, préstamos recibidos por los bancos de la región de sus bancos matrices— aumentaron de forma notoria, convirtiéndose estos últimos en la principal fuente de financiación desde 2007 (véase el panel derecho del gráfico 3). En los años siguientes, la crisis financiera alteró por completo la estructura de los flujos externos, produciéndose una abrupta disminución de las «otras inversiones» como consecuencia del mayor riesgo que atribuyeron a sus carteras de préstamo las instituciones financieras internacionales, del inicio del proceso de desapalancamiento y de las transferencias de fondos de los bancos comerciales nacionales a sus matrices en el exterior. Por su parte, la inversión directa sufrió una desaceleración mucho más suave, ratificando su carácter más permanente. En 2010, la recuperación de los mercados bursátiles en la región y la disminución de la aversión al riesgo favorecieron las entradas de capitales en forma de inversión de cartera. En ese año, también los bancos centrales volvieron a incrementar sus reservas, en torno a un 4 % del PIB, de manera similar a como lo habían hecho en los tres trimestres siguientes al inicio de las turbulencias financieras en el verano de 2007. Si bien puede considerarse que el incremento actual de la financiación exterior representa una señal positiva, que refleja que los mercados estarían volviendo a mostrar interés en la región, al tratarse de capitales de naturaleza más volátil, esta situación sería sensible a los cambios en el sentimiento de los inversores.

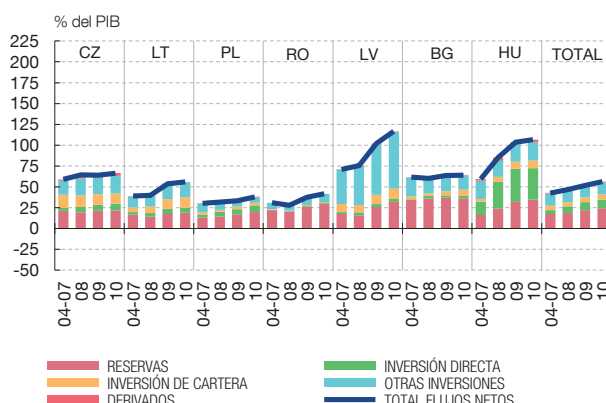
La tendencia descrita para el conjunto de la región oculta la heterogeneidad que existe en la evolución por países (véase gráfico 4). La inversión directa tuvo especial importancia en Bulgaria —donde llegó a representar un 20 % del PIB en el período 2004-2007— y, en menor medida,

7 Véanse, por ejemplo, Mileva (2008) y BIS (2009).

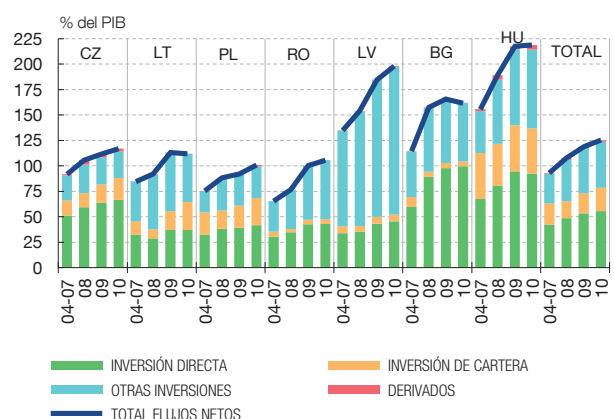
PII NETA (PASIVOS – ACTIVOS)



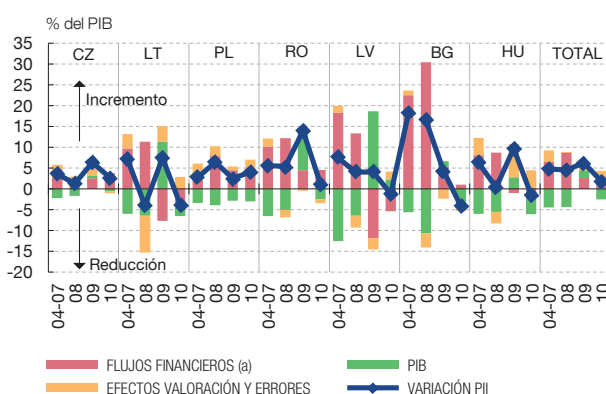
ACTIVOS DE LA PII



PASIVOS DE LA PII



CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DE LA PII NETA



FUENTES: Estadísticas de balanza de pagos de los bancos centrales nacionales.

a Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) de capitales, desde la óptica de estos países.

en Rumanía, República Checa y Polonia, mientras que en los países bálticos y Hungría su relevancia fue más reducida. La inversión de cartera ha ganado peso en 2010 en Lituania, Polonia y la República Checa, países en los que empezó a repuntar en 2009. La financiación proveniente de los préstamos de los bancos matrices (que se engloba en «otras inversiones») fue la predominante en varios de los países hasta 2008 —muy especialmente, en Letonia, Hungría y Lituania— y es la que ha revertido de forma abrupta en los años siguientes en los dos países bálticos. Adicionalmente, cabe destacar el incremento de reservas en Hungría en 2008 y 2009, y más recientemente en Letonia y Rumanía, asociado a la financiación internacional recibida de los organismos internacionales (véase recuadro 1). En definitiva, los países que sufrieron un ajuste más severo en la balanza por cuenta corriente no solo fueron los que acumularon mayores desequilibrios externos, sino también los que mantuvieron una estructura de financiación con predominio de los componentes más volátiles.

STOCK DE ACTIVOS Y PASIVOS Y EFECTOS VALORACIÓN

El análisis del *stock* de activos y pasivos exteriores —medidos por la PII— permite observar cómo las persistentes necesidades de financiación exterior se han reflejado en un deterioro creciente de la posición deudora neta (mayores pasivos que activos exteriores), que en promedio se incrementó desde el 44 % del PIB en 2004 hasta el 67 % a finales de 2009, manteniéndose estable desde entonces (véase el panel superior izquierdo del gráfico 5).



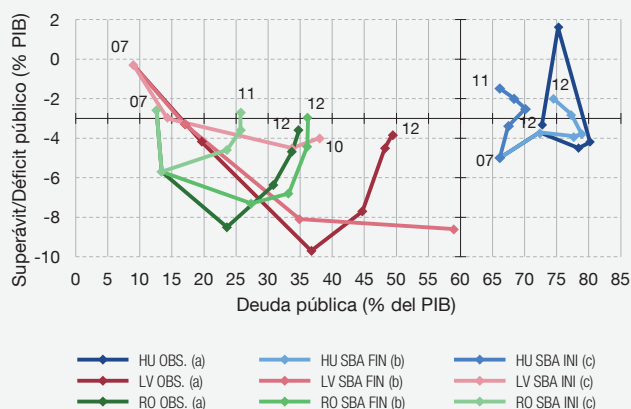
La quiebra del banco de inversión *Lehman Brothers*, a mediados de septiembre de 2008, desencadenó un episodio de extrema inestabilidad financiera a escala global, extendiéndose desde Estados Unidos al resto del mundo. Las economías emergentes también fueron severamente afectadas inmediatamente después de la crisis, pero paulatinamente los inversores comenzaron a discriminar entre ellas, atendiendo a sus fundamentos económicos y a la posible existencia de desequilibrios externos e internos. De hecho, algunos de los nuevos Estados miembros de la UE fueron de los países más afectados por la crisis, hasta el punto de que necesitaron recurrir a la ayuda financiera internacional. Este fue el caso de Hungría, Letonia y Rumanía (véase cuadro 1).

creciente pesimismo de los inversores ante los potenciales riesgos para su estabilidad financiera, derivados del elevado endeudamiento en moneda extranjera —principalmente del sector privado, pero también del sector público—. La fragilidad de Hungría ya se había manifestado antes de la crisis. La situación fiscal que venía padeciendo el país desde 2006, y que desembocó en un notable aumento de la deuda pública —que rebasó el 70 % del PIB en 2008 y el 80 % en 2010—, le hizo distanciarse significativamente del resto de países de su entorno y los inversores perdieron la confianza en el país. El programa de ayuda pretendía mejorar la sostenibilidad fiscal de Hungría y fortalecer su sector financiero, así como garantizar suficiente liquidez en moneda extranjera.

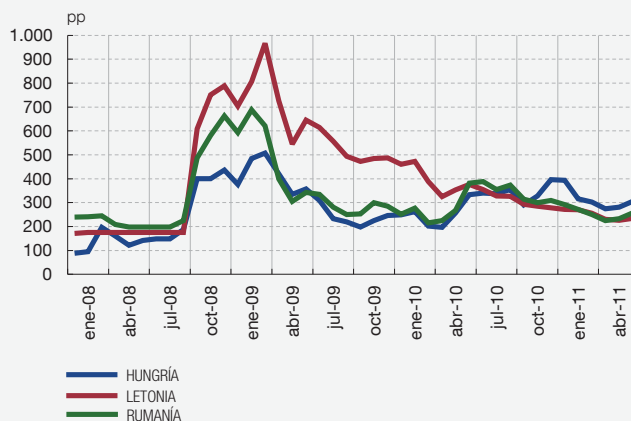
Hungría fue el primer país de los nuevos Estados miembros de la UE que solicitó ayuda financiera, en octubre de 2008, debido al

En el caso de Letonia, la ayuda se solicitó en diciembre de 2008 para paliar una aguda crisis de liquidez, tras agravarse los problemas

1 EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES FISCALES EN LOS PAÍSES CON PROGRAMAS SBA



2 EVOLUCIÓN DE LOS CDS SOBERANOS A DIEZ AÑOS EN LOS PAÍSES CON PROGRAMAS SBA



1 APOYO FINANCIERO INTERNACIONAL A LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

mm de euros

Desglose de la ayuda entre las instituciones participantes

Fecha de solicitud	Importe total de ayudas	Desglose de la ayuda entre las instituciones participantes									
		FMI				UE			Banco Mundial	Otros (d)	
		Importe concedido	Importe dispuesto	Fecha de aprobación	Fecha de finalización	Importe concedido	Importe dispuesto	Periodo cubierto	Importe concedido	Importe concedido	
Hungría	oct-08	20,0	12,5	8,8	06-nov-08	05-oct-10	6,5	4,0	hasta nov-10	1,0	-
(% s/ total)			62,5 %				32,5 %			5,0 %	-
Letonia	dic-08	7,5	1,7	1,1	23-dic-08	22-dic-11	3,1	2,9	hasta ene-12	0,4	2,3
(% s/ total)			22,7 %				41,3 %			5,3 %	30,7 %
Rumanía	mar-09	20,0	13,0	11,9	04-may-09	30-mar-11	5,0	4,9	hasta may-12	1,0	1,0
(% s/ total)			65,0 %				25,0 %			5,0 %	5,0 %
	mar-11	3,5	3,5	-	31-mar-11	30-mar-13	-	-	-	-	-

FUENTES: Comisión Europea, Datastream y Fondo Monetario Internacional.

a Datos observados y previsiones de la Comisión Europea para 2011 y 2012.

b Objetivo del último programa SBA.

c Objetivo del primer programa SBA.

d En Letonia, 1,9 mm de euros corresponden a ayuda prestada por Suecia, Dinamarca, Finlandia, Noruega y Estonia, y 400 millones al BERD, la República Checa y Polonia. En Rumanía participó el BERD, el BEI y la Corporación Financiera Internacional.

financieros del sector bancario y ponerse en duda la sostenibilidad de la deuda externa, lo que llegó a amenazar la estabilidad del tipo de cambio fijo del lats<sup>1</sup> letón. De hecho, el banco central tuvo que intervenir en el mercado cambiario para defender la moneda y sus reservas llegaron a disminuir un 20 % en los tres meses siguientes a la caída de *Lehman Brothers*. Tras la incorporación a la UE, la economía letona había mostrado un crecimiento difícilmente sostenible (en torno a un 10,5 %, en promedio anual, en 2004-2007), con una tasa de inflación que alcanzó el 17,5 % interanual en el segundo trimestre de 2008 y crecientes y cuantiosos déficits por cuenta corriente (22 % del PIB en 2006 y 2007). No obstante, los primeros signos de desaceleración surgieron ya en la primera mitad de 2007 y, con el estallido de la crisis en septiembre de 2008, la tendencia se agudizó ocasionando una abrupta contracción de la actividad, que se retroalimentó con los problemas financieros. El objetivo principal del programa fue evitar una posible crisis de liquidez y asegurar la estabilidad externa en el largo plazo, manteniendo al mismo tiempo la paridad del tipo de cambio.

Finalmente, Rumanía pidió la ayuda en marzo de 2009 obligada por las limitaciones de su política económica para hacer frente a la crisis en un contexto de fragilidad e inestabilidad de las condiciones de financiación. La economía rumana también había crecido de forma robusta en 2004-2008 (un 7 %, en promedio anual), apoyada en fuertes entradas de capital y en un intenso crecimiento del crédito al sector privado (en media, un 50 % interanual en 2005-2008), pero al mismo tiempo fue acumulando desequilibrios —inflación y déficit público crecientes y elevados déficits por cuenta corriente—, que limitaron la posibilidad de actuación y la efectividad de las políticas monetaria y fiscal. Además, la depreciación del leu, en torno a un 14 % entre julio de 2007 y los dos primeros meses de 2009, elevó notablemente el coste de la financiación externa. El programa pretendía suavizar los efectos de la rápida contracción de los flujos de capital, hacer frente a los desequilibrios externos y fiscales y fortalecer el sector financiero.

En definitiva, los tres países firmaron programas de ayuda financiera en forma de préstamo, que fueron articulados de modo conjunto entre el FMI, la UE, el Banco Mundial, bancos de desarrollo y algunos países vecinos. El importe total de la ayuda ascendió a 20 mm de euros en los casos de Hungría y Rumanía, y a 7,5 mm de euros en el de Letonia. Cabe señalar que estas iniciativas supusieron el inicio de la cooperación entre las instituciones europeas

—incluido el BCE— y el FMI, que luego se ha consolidado en los programas para los países del área del euro.

Por parte del FMI, la ayuda a cada país se enmarcó dentro del mecanismo financiero de emergencia y se otorgó mediante los habituales programas de préstamo con condicionalidad —denominados *Stand-By Arrangements* (SBA)—, pero con acceso excepcional, por superar el importe concedido el 600 % de la cuota del país en el FMI (en los tres países superó el 1.000 % de la cuota). Actualmente, de estos tres programas, únicamente sigue en vigor el de Letonia. No obstante, Rumanía firmó un nuevo SBA a finales de marzo de 2011 —por un importe de 3,5 mm de euros (equivalente al 300 % de su cuota) y por dos años—, con carácter preventivo, es decir, con la intención de no tener que disponer de él. En el caso de la UE, los préstamos se han concedido en virtud de la ayuda prevista para aliviar contingencias temporales de balanza de pagos —*Medium Term Financial Assistance* (MTFA)— en los países de la UE que no forman parte del euro. La cantidad asignada a la MTFA asciende a 50 mm de euros, de los cuales se han concedido 14,6 mm al conjunto de estos tres países. El cuadro 1 resume los importes de estas ayudas y la aportación de cada institución.

Todos los programas de ayuda financiera están condicionados al cumplimiento de una serie de medidas económicas, entre ellas la consecución de unos objetivos de déficit público dentro de un proceso de consolidación fiscal (véase gráfico 1), junto con el compromiso de acometer una reestructuración del sector financiero e impulsar reformas estructurales en los mercados de trabajo y de productos. En las revisiones periódicas de los programas, tanto el FMI como la UE acordaron con las autoridades políticas de cada país adaptar los objetivos pactados inicialmente a la situación económica del momento, con el fin de hacer creíble la consecución de las metas propuestas. Por ejemplo, la abrupta caída del PIB a lo largo de 2009 —mayor que la prevista inicialmente— se tuvo en cuenta a la hora de fijar nuevos objetivos de déficit público más laxos para ese año. Estos programas, sin duda, han ayudado a los tres países a recuperar la confianza de los inversores, dado que llevan aparejada la exigencia de acometer unos compromisos firmes de política económica para corregir sus desequilibrios macrofinancieros. De hecho, como se muestra en el cuadro 1, ninguno de los tres países ha dispuesto de la totalidad del importe concedido, gracias a la mejora gradual de su situación económica y financiera —reflejada en la reducción drástica de los CDS soberanos durante el primer semestre de 2009 (véase gráfico 2)—, que les ha permitido reducir sus necesidades de financiación y, al mismo tiempo, poder acceder de nuevo a los mercados internacionales. Se puede decir, por tanto, que el acceso a la asistencia financiera multilateral marcó un punto de partida para reconducir la situación y encontrar un camino de salida de la crisis en estos países.

1 El lats está dentro del ERM II desde el 2 de mayo de 2005 y las autoridades mantienen de forma unilateral una banda de fluctuación estrecha del  $\pm 1$  %.

Por países, la evolución es dispar: en Hungría y Bulgaria la PII deudora neta supera el 100 % del PIB, mientras que es inferior al 50 % en la República Checa. Los mayores incrementos, desde 2004 a 2010, se registraron en Letonia (que pasó del 47 % al 83 %) y en Rumanía (del 29 % al 65 %), mientras que en Polonia se mantuvo más estable.

Atendiendo al desglose por instrumentos de la PII neta, que sigue la misma clasificación de las operaciones financieras de la Balanza de Pagos, el *stock* de inversión directa tiene un papel preponderante en la mayoría de países —especialmente, en la República Checa y en Bulgaria—, si bien el volumen de las «otras inversiones» ha ido ganando peso en casi todos ellos y en Letonia representa la mayor parte de su PII neta. Por su parte, la inversión de cartera supone en general una pequeña proporción —en torno al 20 % del PIB en el conjunto de la región—, salvo en Hungría y, en menor medida, en Polonia, países caracterizados por una mayor profundidad de sus mercados de capitales.

Al analizar por separado los dos componentes de la PII, activos y pasivos, se observa, en primer lugar, que el *stock* de los activos se ha mantenido muy estable durante los años de expansión —para el conjunto de la región se situó en torno al 45 % del PIB—, y solo en los últimos dos años se incrementó moderadamente, hasta el 54 %, debido fundamentalmente a la acumulación de reservas (véase el panel superior derecho del gráfico 5). Este patrón general tiene las excepciones de Letonia y Hungría, cuyo volumen de activos aumentó significativamente en 2009 y 2010, sobrepasando en ambos países el 100 % del PIB, lo que compensó parcialmente el fuerte crecimiento del endeudamiento exterior. Por tanto, como muestra el panel inferior izquierdo del gráfico 5, el deterioro de la PII neta ha venido impulsado por el mayor incremento de los pasivos, que, en conjunto, aumentaron desde el 92 % del PIB en 2004-2007 hasta el 123 % en 2010, debido al aumento tanto de la inversión directa como de las otras inversiones. Por el contrario, la inversión de cartera ha mantenido un peso inferior al 25 % del PIB, en promedio, y, a diferencia de otras regiones emergentes y de las economías avanzadas, se compone sobre todo de valores de renta fija, con una baja participación de la renta variable. Algunos estudios empíricos —Stulz (2006)— vinculan la escasa importancia de la renta variable al bajo desarrollo de los mercados de capitales y de la gobernanza corporativa.

A pesar del deterioro de la PII durante la fase expansiva (19 pp del PIB en el conjunto de la región entre 2004 y 2008), este fue relativamente moderado en comparación con la mayor acumulación de necesidades de financiación en ese período (28,2 pp del PIB). Por el contrario, en la fase de ajuste la PII siguió deteriorándose en términos de PIB, incluso a mayor ritmo en algunos países, a pesar de que las necesidades de financiación se redujeron drásticamente.

Para explicar esta evolución, es conveniente recordar que la variación de la PII, medida en términos de PIB, viene determinada por las transacciones financieras, el crecimiento económico en términos nominales y los cambios en la valoración de los instrumentos, como se expresa en la siguiente ecuación:

$$\Delta PII = \text{Saldo neto cuenta financiera} - PII_{t-1} \frac{(g_t + \pi_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} + \\ + \text{Efectos valoración} + \text{Errores y omisiones}$$

donde  $g$  y  $\pi$  son, respectivamente, el crecimiento del PIB real y de su deflactor. Los efectos valoración recogen tanto los cambios en los precios de los instrumentos financieros como las variaciones en el tipo de cambio, además de otros ajustes propios de la PII<sup>8</sup>.

8 Para un análisis más detallado sobre este marco contable para Europa Central y del Este, véase Lane y Milesi-Ferretti (2006).

En el panel inferior derecho del gráfico 5 se descomponen las variaciones de la PII por componentes y países para el período analizado. Se observa cómo el elevado crecimiento económico en los nuevos Estados miembros de la UE antes de la crisis atenuaba el deterioro de la posición deudora (en porcentaje del PIB). Por el contrario, la caída abrupta de la actividad en 2009 se tradujo en un mayor incremento de la posición deudora neta, incluso a pesar de que algunos países registraron superávits por cuenta corriente y otros redujeron sus déficits. En definitiva, la evolución del PIB ha desempeñado un papel significativo y especialmente relevante en los países que han sufrido ajustes más severos de la actividad, como es el caso de los países bálticos y de Rumanía. Por su parte, los efectos valoración —que, como ya se ha dicho, recogen las ganancias y/o pérdidas de capital de los instrumentos financieros como consecuencia tanto de cambios en los precios de los activos y pasivos como por las variaciones en los tipos de cambio— han sido de pequeña cuantía y siempre en la misma dirección —incrementando la PII deudora neta— para el conjunto de la región, si bien por países el comportamiento ha sido dispar, alcanzando un tamaño elevado en los más afectados por la crisis<sup>9</sup>.

### El endeudamiento total y la deuda externa

El análisis del apartado anterior sobre los balances externos de los nuevos Estados miembros de la UE refleja la relevancia de la evolución de los pasivos contraídos con el resto del mundo y, en particular, de los pasivos exigibles —compuestos, fundamentalmente, por emisiones de renta fija, préstamos y depósitos—. Por ello, en este apartado se amplía el ámbito para incluir también el comportamiento de estos pasivos entre los distintos sectores nacionales (endeudamiento interno) y poder así analizar el endeudamiento total (externo más interno) de la economía y de sus distintos sectores. Además, se presta especial atención a aquellos segmentos del endeudamiento que suponen un especial foco de vulnerabilidad: por un lado, el endeudamiento externo, el cual está más sujeto a los cambios en el sentimiento de los inversores internacionales; por otro lado, el endeudamiento en moneda extranjera, tanto interno como exterior, que supone un elemento de riesgo adicional ante variaciones en el tipo de cambio.

### EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO TOTAL

Las cuentas financieras de cada país detallan para cada uno de los sectores residentes su endeudamiento total o pasivos exigibles frente al resto de sectores nacionales (incluyendo el endeudamiento entre unidades que pertenecen al mismo sector, es decir, en términos no consolidados) y frente al resto del mundo<sup>10</sup>.

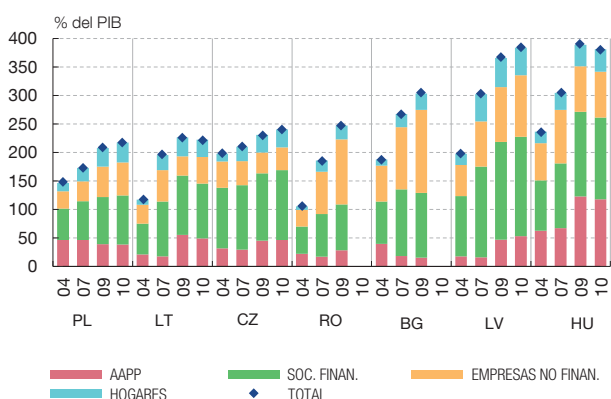
Como muestra el gráfico 6, en todos los países de la región se produjo un incremento sustancial del endeudamiento total desde el acceso a la UE, debido, sobre todo, al fuerte crecimiento del crédito al sector privado, como ya se mencionó en el apartado anterior. En concreto, en el bienio 2009-2010 la deuda total en todas estas economías se situó por encima del 200 % del PIB y en dos de ellas — Hungría y Letonia— superó ampliamente el 300 %. Pese a que estos niveles se mantienen, en general, por debajo del endeudamiento promedio de las economías del área del euro, son bastante elevados en relación con su grado de desarrollo y fundamentos económicos —en particular, en el caso de Letonia—, según han mostrado diversos estudios empíricos<sup>11</sup>. Además, hay que tener en cuenta que esta deuda creciente no está respaldada por un volumen notable de riqueza financiera.

9 Los efectos de tipos de cambio y precios han actuado en direcciones opuestas, lo que dificulta el análisis. Con todo, el ajuste desfavorable de la PII deudora neta, principalmente en los años de bonanza, refleja un predominio del efecto precio —que, dado el mayor volumen de pasivos, actuó en contra en las fases expansivas—.

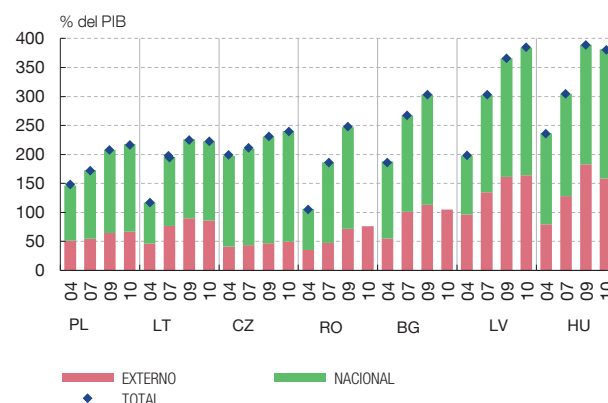
10 Los principales sectores en los que se clasifica la economía nacional en las cuentas financieras son: las Administraciones Públicas, los hogares, las empresas no financieras y las empresas financieras.

11 Para más detalles sobre la ratio de equilibrio del crédito sobre PIB en estas economías, véanse, por ejemplo, Kiss et ál. (2006) o Backe et ál. (2007). Herzberg (2010) analiza el endeudamiento total (no solo el crédito) en los países bálticos.

ENDEUDAMIENTO TOTAL POR SECTORES



ENDEUDAMIENTO POR CONTRAPARTIDA



FUENTES: Eurostat y base *Joint External Debt Hub* del BIS-BM-FMI-OCDE.

a No hay datos disponibles de endeudamiento total en 2010 para Bulgaria y Rumanía.

El desglose por sectores muestra que el endeudamiento se concentra de manera generalizada en el sector privado —financiero y no financiero—, que representa en todos los países más del 75% del endeudamiento total. Por el contrario, la deuda de las AAPP, que presentaba una senda decreciente en el período expansivo, pasó a aumentar de forma muy notable en la región —salvo en Bulgaria— tras la crisis, registrándose los mayores incrementos, desde 2007 a 2010, en Letonia (36 pp), Lituania (21 pp) y Rumanía (18 pp). Con todo, se mantiene en niveles inferiores al 60% del PIB, menos en Hungría, donde ronda el 82% (véase el panel izquierdo del gráfico 6). Atendiendo al desglose por contrapartida, el mayor porcentaje corresponde al endeudamiento interno, que supone más de un 60% de los pasivos exigibles en todos los países salvo en Letonia y Hungría, donde se sitúa en torno al 55% (véase el panel derecho del gráfico 6).

DEUDA EXTERNA  
Y ENDEUDAMIENTO EN MONEDA  
EXTRANJERA

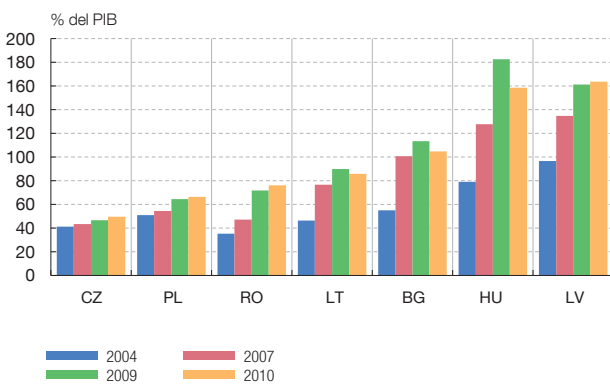
Como se ha señalado, dos focos importantes de vulnerabilidad en las economías analizadas son el endeudamiento externo, por una parte, y el endeudamiento en moneda extranjera, por otra, que son conceptos relacionados pero no equivalentes. Así, si bien la mayor parte de la deuda externa se puede presuponer que está denominada en moneda extranjera, también lo está una parte del endeudamiento interno de los sectores nacionales (fundamentalmente, préstamos). No obstante, la fuente de vulnerabilidad es distinta en cada caso. Mientras que la deuda externa conlleva el riesgo de una interrupción de la financiación procedente del exterior<sup>12</sup>, el que se deriva de la deuda en moneda extranjera está vinculado al tipo de cambio y, en concreto, al impacto que produciría una depreciación abrupta de la moneda sobre los balances de los distintos sectores residentes. Por ello, conviene estudiar ambos conceptos por separado y en detalle.

La deuda externa representa la parte del endeudamiento de la economía contraído frente al resto del mundo y, por tanto, es equivalente a los pasivos exigibles de la PII, si bien en esta los préstamos recibidos de empresas relacionadas se clasifican dentro de la inversión directa y en algunos casos no se identifican<sup>13</sup>.

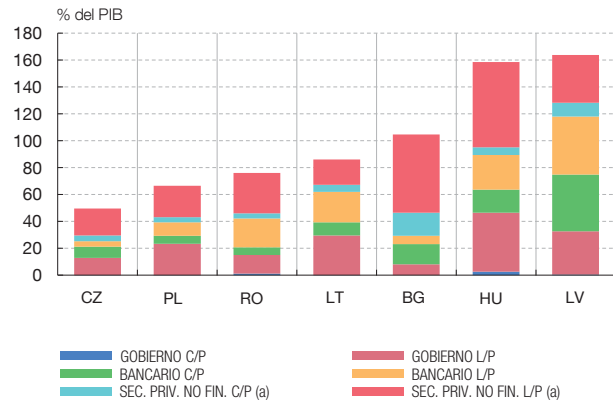
12 En particular, Popov y Udell (2010) encuentran que los períodos de estrés financiero en Europa Occidental conllevan una disminución de la financiación concedida por los bancos matrices de esta región a sus filiales en Europa del Este.

13 Los pasivos exigibles de la PII se obtendrían sumando las siguientes partidas: i) las inversiones de cartera correspondientes a valores de deuda; ii) el total de otras inversiones (préstamos, depósitos y otros valores no negociables), y iii) los préstamos entre empresas relacionadas dentro de la inversión directa. Por lo tanto, se excluyen las participaciones en el capital (acciones y fondos de inversión) y los derivados financieros.

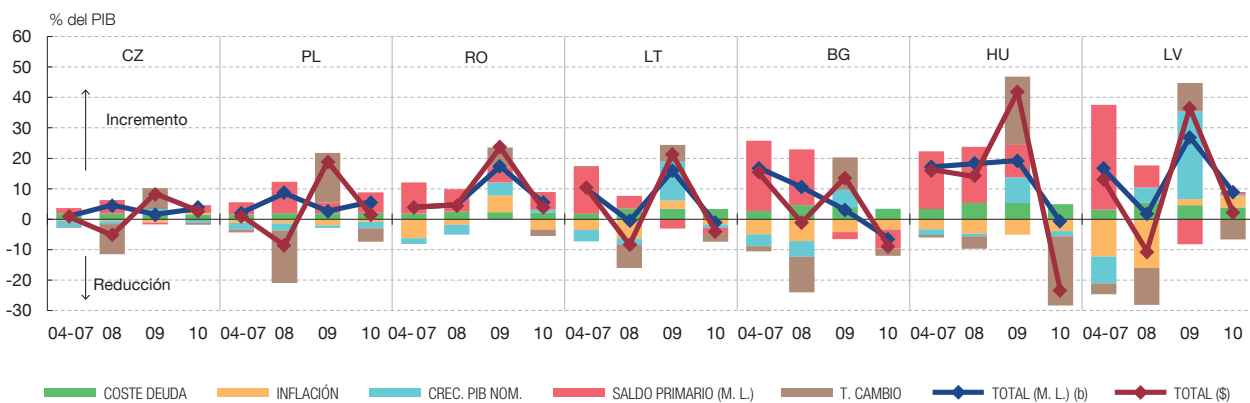
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA (2004-2010)



DEUDA EXTERNA EN 2010: DESGLOSE POR INSTRUMENTOS



CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA (2004-2010)



FUENTES: Bancos nacionales, BIS, Datastream, *Joint External Debt Hub* del BM-FMI-OCDE-BIS y Banco de España.

- a Incluye, además, empresas públicas, otros intermediarios financieros no bancarios y, en el caso del largo plazo, los préstamos entre empresas relacionadas.
- b Variación de la deuda externa en moneda local.

La deuda externa (medida como porcentaje del PIB) aumentó progresivamente durante los años de bonanza que siguieron a la incorporación a la UE, de forma similar a lo que ocurrió con el endeudamiento total. Este ascenso fue muy importante en todos los países, salvo en Polonia y en la República Checa. Desde el inicio de la crisis financiera, el endeudamiento externo ha continuado creciendo, pero a un ritmo mucho más suave, e incluso en algunos países ha disminuido en 2010.

Los mayores volúmenes de deuda externa —superior al 100 % del PIB— se concentran en tres países — Hungría, Letonia y Bulgaria— y solo en la República Checa es inferior al 50 % del PIB (véase el panel superior izquierdo del gráfico 7). Por sectores, hay un predominio claro del sector bancario en Letonia y, en menor medida, en Lituania, y del sector privado no financiero en Hungría y Bulgaria (véase el panel superior derecho del gráfico 7). En el resto de países hay un reparto más equilibrado entre los distintos sectores. El elevado endeudamiento externo del sector bancario se explica por la presencia dominante de filiales de bancos europeos, cuya financiación ha provenido mayoritariamente de préstamos concedidos por sus casas matrices. En particular, en los países bálticos la financiación recibida de los bancos suecos supone un 70 % del total de la deuda externa del sector bancario. Esta elevada exposición de los bancos europeos en la región llevó a la creación de la Iniciativa de Viena y ha sido clave para limitar el impacto de la crisis financiera

en la región (véase recuadro 2). En el caso del sector privado no financiero, su cuantiosa financiación exterior ha venido propiciada por la existencia de elevados diferenciales de tipos de interés con las economías avanzadas. Por parte del sector público, solo el de Hungría mantiene una deuda externa cercana al 50 % del PIB. Atendiendo al plazo de amortización, el grueso de la deuda externa está contraído a largo plazo, aunque la deuda a corto se sitúa en torno al 30 % del PIB en Letonia y Bulgaria, lo que les haría más vulnerables ante situaciones de inestabilidad en los flujos de capital.

La variación de la deuda externa en términos de PIB depende no solo de los flujos primarios, sino también del crecimiento real de la economía, de la inflación, del coste de la deuda y, en el caso de la denominada en moneda extranjera, de la variación en el tipo de cambio<sup>14</sup>. El análisis de estos factores muestra que, pese a la notable reducción de los flujos procedentes del exterior en 2009 —que en los casos de los países bálticos y de Bulgaria llegaron a cambiar de signo—, la deuda externa medida en proporción del PIB continuó incrementándose debido tanto a la contracción del PIB en todos los países, salvo en Polonia, como a las presiones deflacionistas (véase el panel inferior del gráfico 7). Además, la depreciación de los tipos de cambio de la región (frente al dólar y al euro) a lo largo de 2009 se tradujo en una carga adicional sobre la deuda externa. Solo la disminución de los tipos de interés de la deuda, en un contexto de expansión monetaria a nivel global y, en particular, en el área del euro, contribuyó a mitigar el crecimiento de la deuda externa. Por el contrario, desde 2010 la situación se ha vuelto más favorable, como resultado de la apreciación de las monedas frente al dólar y al euro, la progresiva recuperación de la actividad económica y la contención de la financiación exterior. Ello se ha reflejado en el mantenimiento de los niveles de deuda externa, que incluso en algunos casos, como Hungría o Bulgaria, se han reducido.

El endeudamiento en moneda extranjera, como ya se indicó, se puede contraer frente al exterior o entre los sectores internos. El recurso a dicha financiación ha respondido a una serie de factores, entre los que destaca la entrada en la UE, que ha favorecido su integración en los mercados financieros europeos (lo cual se refleja también en la creciente relevancia de los bancos extranjeros) y ha impulsado la confianza en la estabilidad de los tipos de cambio ante una posible adopción del euro. Además, en las últimas décadas los menores tipos de interés en los países europeos avanzados han incrementado el atractivo de los préstamos denominados en euros y en otras monedas, como el franco suizo, a lo que se ha unido una mayor demanda de capital como resultado del proceso de convergencia —la cual no pudo ser acomodada en su totalidad por la oferta interna, dado el menor grado de desarrollo de los mercados locales—<sup>15</sup>.

14 Esta relación puede expresarse mediante la siguiente ecuación:

$$\Delta \text{DEml}_t = \text{DP}_t + \text{DEml}_{t-1} \left[ \frac{i_t}{(1+g_t)(1+\pi_t)} \right] - \text{DEml}_{t-1} \left[ \frac{g_t}{(1+g_t)(1+\pi_t)} \right] - \text{DEml}_{t-1} \left[ \frac{\pi_t}{(1+\pi_t)} \right]$$

donde  $\Delta \text{DEml}$  es la variación de la deuda externa en moneda local como porcentaje del PIB, « $i$ » es el tipo de interés aplicado a la deuda externa, « $g$ » es el crecimiento real del PIB, « $\pi$ » es la inflación y DP son los flujos anuales de deuda primarios (excluido el coste de la deuda). Además, la evolución de la deuda externa es diferente en función de la moneda en que se mida, ya que la valoración del stock varía como consecuencia de los movimientos en los tipos de cambio. En concreto, la variación de la deuda externa en dólares ( $\Delta \text{DE\$}$ ) es igual a la variación de la deuda externa en moneda local ( $\Delta \text{DEml}$ ) más la variación en el tipo de cambio, como se expresa en:

$$\Delta \text{DE\$}_t = \Delta \text{DEml}_t + E_f \text{ tipo\_cambio}$$

15 Para una exposición más detallada de los determinantes del endeudamiento en moneda extranjera en los nuevos Estados miembros de la UE, véase Rosenberg y Tirpak (2008). Brzoza-Brzezina et ál. (2007), por su parte, analizan los efectos sustitución entre el crédito en moneda local y en moneda extranjera, señalando que el endurecimiento de la política monetaria conlleva un incremento del diferencial de tipos y, por tanto, un aumento del crédito en moneda extranjera, lo que dificulta la labor del banco central de provisión de estabilidad financiera y de precios.



En la gran mayoría de países de Europa emergente, el sistema financiero se caracteriza por una elevada presencia de filiales de bancos del área del euro y otros de la UE (véanse el panel superior derecho del gráfico 1 del texto principal y el gráfico 1 de este recuadro). Desde el inicio de las turbulencias financieras, en el verano de 2007, estos grupos bancarios empezaron a tener dificultades para obtener financiación en los mercados de capitales, que se acrecentaron de forma notable tras la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008. Además, como se analiza en el texto, muchas economías emergentes europeas se vieron severamente afectadas por la crisis. Esta situación propició una preocupación creciente por la continuidad de la financiación que esas filiales obtenían de sus bancos matrices, lo que, dada la alta integración financiera que existe entre los países europeos, hubiera generado probablemente un colapso del sistema bancario.

En ese contexto se puso en marcha, en enero de 2009, la Iniciativa de Coordinación Bancaria Europea —conocida como la «Iniciativa de Viena»—, con el objetivo de establecer un marco de coordinación voluntario para analizar y resolver la crisis del sector financiero en los países de la Europa emergente —pertenecientes o no a la UE— que empezaban a tener graves dificultades de financiación. Aunque en un principio se dirigió fundamentalmente a los países que recibieran ayuda financiera internacional —Bosnia, Hungría, Letonia, Rumanía, Serbia y Ucrania—, posteriormente se incorporaron otros, como Bulgaria, Albania y Croacia. En todo caso, la participación es voluntaria y podría abarcar también a otros países que precisaran apoyo. Esta Iniciativa, liderada por el FMI, el Banco Europeo para la Reconstrucción y Desarrollo (BERD) y el Ministerio de Finanzas de Austria, logró involucrar a los sectores público y privado, estableciéndose así cuatro grupos de participantes: i) los organismos financieros internacionales [FMI, Banco Europeo de Inversión (BEI), Banco Mundial y BERD]; ii) las instituciones europeas (la Comisión Europea y el BCE como observador); iii) los bancos centrales, Gobiernos y autoridades supervisoras

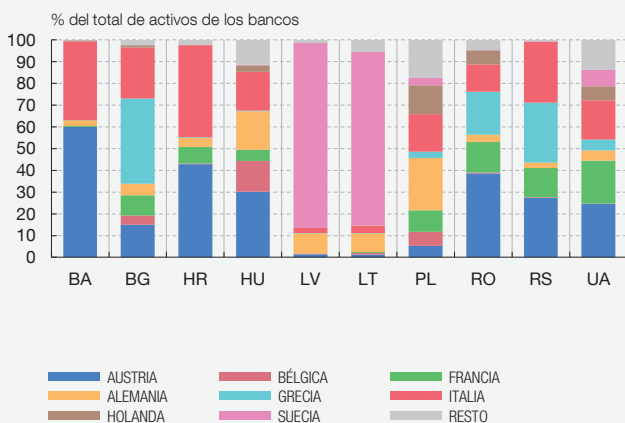
tanto de los países de origen de los principales grupos bancarios como de los países emergentes europeos más afectados por la crisis, y iv) los principales grupos bancarios internacionales con intereses en la región<sup>1</sup>.

Una de las prioridades fundamentales de esta iniciativa fue prevenir una retirada masiva de capitales por parte de las casas matrices de las filiales bancarias establecidas en los países emergentes. Con este fin, se acordaron unos compromisos básicos. Los bancos extranjeros se comprometieron a mantener su financiación —en algunos casos, con compromisos cuantitativos<sup>2</sup>— y a recapitalizar a sus filiales en estos países, dado su interés estratégico de largo plazo en consolidar su presencia y aprovechar el crecimiento de la región. Estos compromisos suponían una medida de apoyo adicional a la ayuda financiera conjunta que algunos países tuvieron que solicitar al FMI y a la UE. Por otra parte, los países emergentes asumieron la responsabilidad de diseñar políticas macroeconómicas que les permitieran cumplir los objetivos acordados en los programas de ayuda financiera y, al mismo tiempo, adoptaron medidas de apoyo al sector bancario; entre ellas, la de proporcionar liquidez en moneda local a todas las entidades financieras del país y la de garantizar los depósitos bancarios. Adicionalmente, y dentro del marco de los programas firmados con el FMI y la UE, se acordó reforzar la cooperación en materia de regulación y compartir la información entre todos los países implicados.

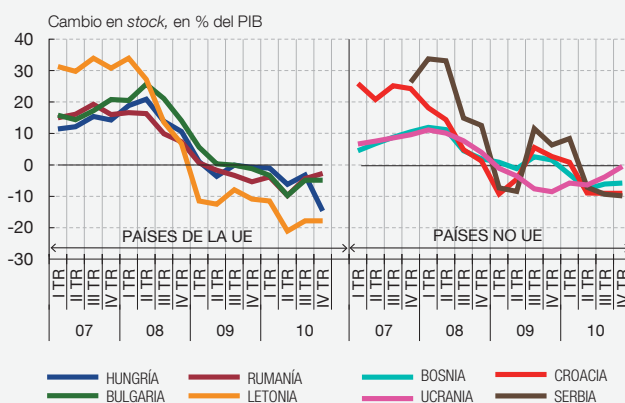
En paralelo, y como parte de la Iniciativa de Viena, a finales de febrero de 2009 el BERD, el BEI y el Banco Mundial aprobaron la

- 1 Entre otros: Alpha Bank, Bayern LB, Erste Group Bank AG, Eurobank EFG, ING Bank, Intesa Sanpaolo, KBC Group, National Bank of Greece, OTB Bank y Piraeus Bank, Raiffeisen International, Skandinaviska Enskilda Banken, Société Générale, Uni Credit y Volksbank International.
- 2 En Hungría y Rumanía se acordó no reducir la exposición por debajo del 95 % de los niveles alcanzados a finales de 2008, y en Serbia, del 80 %.

1 DESCOMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS DE LOS BANCOS EXTRANJEROS EN EUROPA DEL ESTE (a)



2 EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS DE LOS BANCOS EXTRANJEROS EN EUROPA DEL ESTE



FUENTES: BIS, Datastream e IFS.

a Bosnia (BA), Bulgaria (BG), Croacia (HR) Hungría (HU), Letonia (LV), Lituania (LT), Polonia (PL), Rumanía (RO), Serbia (RS) y Ucrania (UA).



concesión de una ayuda conjunta dirigida a un amplio grupo de países encuadrados en cuatro regiones —nuevos Estados miembros de la UE, países de los Balcanes y Turquía, países del Cáucaso y Europa del Este, y Rusia y Asia central—, pero dando prioridad a los países con mayores dificultades financieras (en inglés se denominó *The Joint IFI Action Plan*). El importe inicial de la ayuda se fijó en 24,5 mm de euros, pero finalmente ascendió a 33,2 mm al concluir en diciembre de 2010 —8,1 mm del BERD, 15,5 mm del BEI y 9,6 mm del Banco Mundial—. Esta ayuda tenía un doble objetivo: por una parte, contribuir a aliviar las dificultades del sector bancario y, por otra, impulsar el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas, como medida para reactivar la economía real.

La reacción de los mercados financieros ante la Iniciativa de Viena fue positiva desde el principio y ayudó a estabilizar las expectativas y a recuperar la confianza. De hecho, aunque la financiación exterior se empezó a restringir a finales de 2007 y en muchos países cayó en 2008 —notablemente en Letonia, Croacia y Serbia—, la Iniciativa de Viena logró superar el riesgo de colapso del sistema bancario en la Europa emergente —tan solo se ha tenido que rescatar a algún banco de propiedad local— y la aparición de crisis cambiarias. A lo largo de 2009 se observó una estabilización de estos fondos, atribuible a los compromisos adquiridos por los bancos internacionales (véase gráfico 2).

Superada la fase de emergencia inicial, a mediados de marzo de 2010 la Iniciativa de Viena acordó ampliar su ámbito de actuación planteando nuevas propuestas, de carácter más preventivo, para lograr un crecimiento robusto y sostenible del sistema financiero en toda la Europa emergente. Se dio prioridad a la recapitalización de los bancos y a la reestructuración de sus balances, ante el creciente deterioro de sus carteras, por el aumento progresivo de los ratios de morosidad. Por otra parte, se hizo hincapié en corregir la vulnerabilidad exterior, debida tanto a la excesiva dependencia del ahorro externo como al elevado endeudamiento en moneda extranjera en forma de préstamos al sector privado no financiero.

Para reducir esta dependencia, las recomendaciones se encaminan a fomentar el desarrollo de los mercados de capitales en moneda local, a través de tres actuaciones: i) consolidar una política macroeconómica sostenible, manteniendo una baja inflación y un uso más eficiente de los recursos de la UE; ii) crear una infraestructura para el mercado interno, diseñando un marco legal y sus instrumentos financieros, y iii) establecer una apropiada política prudencial de regulación para la concesión de préstamos en moneda extranjera. Los países están trabajando en esta dirección, si bien, dada la estructura de sus sistemas bancarios, resulta complicado limitar la concesión de préstamos en moneda extranjera al sector privado no financiero, mientras las filiales se sigan financiando con préstamos de sus bancos matrices. No obstante, algunos países, como Hungría, ya están adoptando diversas medidas para limitar la concesión de préstamos en moneda extranjera<sup>3</sup>, lo que se reflejó, a su vez, en una mayor contracción de la financiación procedente del exterior (véase gráfico 2).

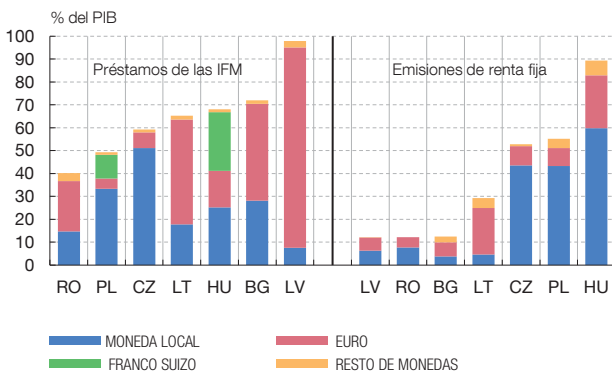
Se pretende que la Iniciativa de Viena continúe vigilando la estabilidad del sector financiero y proporcionando un marco común de actuación para resolver problemas que se puedan plantear en este ámbito. De hecho, ya se han identificado dos temas de análisis para este año, cuyas conclusiones se presentarán en 2012: las implicaciones que supondrá la adaptación de la normativa recogida en Basilea III y los desafíos que implica gestionar la cartera de préstamos impagados.

3 En concreto, en Hungría se prohibió la concesión de nuevas hipotecas en moneda extranjera desde el cuarto trimestre de 2010, si bien desde el segundo trimestre de 2011 se ha levantado la prohibición para los hogares que posean rentas en euros por una cantidad equivalente o superior a 15 veces el salario mínimo. Por otro lado, el Gobierno y los bancos húngaros llegaron a un acuerdo para ayudar a los hogares que tienen hipotecas en moneda extranjera. A los que quieran participar, los bancos les fijarán el tipo de cambio favorable respecto al mercado hasta 2014 y la diferencia entre ambos se acumulará en una cuenta separada con la garantía del Gobierno, que las familias tendrán que ir reembolsando a partir de 2015.

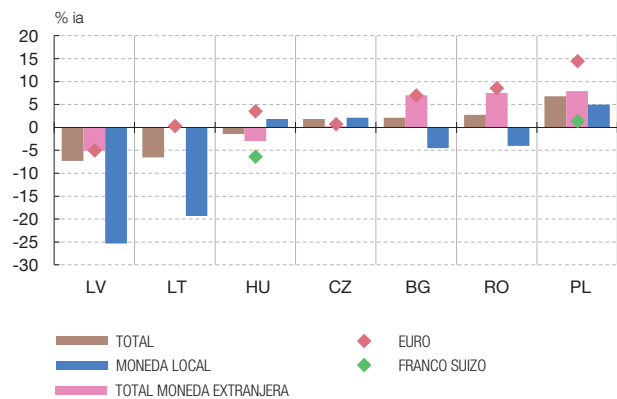
No se dispone de una descomposición del endeudamiento total de estos países por monedas, pero sí para dos de los componentes más importantes —crédito bancario interno y emisiones de renta fija (en el mercado tanto local como exterior)—, que permiten extraer una aproximación general del peso del endeudamiento en moneda extranjera<sup>16</sup>. Como muestra el panel izquierdo del gráfico 8, en la región hay un predominio generalizado del crédito bancario en moneda extranjera, principalmente en euros, salvo en el caso de la República Checa y, en menor medida, de Polonia, países con tipo de cambio flexible. Destaca especialmente Letonia, donde los préstamos en euros al sector privado superan el 80 % del PIB. Por otra parte, cabe resaltar el volumen de préstamos en francos suizos en Hungría, cercano al 25 %

16 Para llegar a la cifra del endeudamiento total en moneda extranjera haría falta conocer el desglose por moneda de los restantes componentes: i) los préstamos de las IFM extranjeras a los sectores residentes (que, en su mayoría, se podrían suponer denominados en moneda extranjera); ii) los préstamos internos de las IFM al sector bancario; iii) los préstamos internos de otras instituciones distintas de las IFM, y iv) los depósitos internos.

PRÉSTAMOS BANCARIOS AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO Y EMISIONES DE RENTA FIJA. DICIEMBRE DE 2010 (a)



CRECIMIENTO PROMEDIO DEL CRÉDITO TRAS LA CRISIS (b)



FUENTES: Bancos nacionales y Datastream.

- a Se trata de préstamos de las IFM nacionales. Las emisiones son todas las realizadas por los sectores residentes, tanto en el mercado local como en el exterior.
- b Crecimiento interanual promedio desde septiembre de 2009 hasta marzo de 2011.

del PIB —concentrado en los hogares— y, más reducido, en Polonia —alrededor de un 10%—. Por el contrario, en las emisiones de renta fija el mayor peso corresponde a las emitidas en moneda local —salvo en Lituania y Bulgaria—, pero las denominadas en moneda extranjera son significativas en Hungría y en Lituania (en torno al 30% del PIB).

Por otra parte, la evolución reciente del crédito en moneda extranjera al sector privado ha sido más expansiva que el otorgado en moneda local, compensando, en parte, la fuerte contracción de este último (véase el panel derecho del gráfico 8). En concreto, destaca el crecimiento de los préstamos en euros, que ha sido superior en todos los países a los denominados en moneda local —con la excepción de la República Checa—, mientras que, por el contrario, los préstamos en francos suizos han tenido un comportamiento más negativo que el resto.

Esta elevada exposición de la región en moneda extranjera lleva aparejado, como ya se mencionó, un incremento del riesgo asociado a una depreciación del tipo de cambio, que elevaría la carga de la deuda<sup>17</sup>. Este riesgo es más acusado, a priori, en los países que tienen un tipo de cambio flexible. Dentro de estos, el mayor endeudamiento en moneda extranjera de Hungría le supuso, sobre todo en el comienzo de la crisis, enfrentarse a elevadas tensiones en sus mercados financieros, como consecuencia de la fuerte depreciación de su moneda, el forint, que incrementó el riesgo de impago por parte de los deudores internos<sup>18</sup>. Por otra parte, tampoco se deben infravalorar los riesgos que tiene el endeudamiento en moneda extranjera en los países con tipo de cambio fijo. En este sentido, cabe señalar el episodio de inestabilidad financiera que vivió Letonia a mediados de 2009, cuando se reavivó el debate sobre una posible devaluación del lats letón, como solución ante el agravamiento de la crisis financiera y la aguda recesión que estaba atravesando el país. De haberse llegado a producir una devaluación en aquellas circunstancias, los efectos hubieran sido muy negativos sobre los balances de los agentes endeudados en moneda

17 Bordo et ál. (2010) muestran empíricamente que el elevado endeudamiento en moneda extranjera incrementa el riesgo de que se desencadene una crisis financiera, que además se traduciría en deterioros permanentes y significativos del PIB.

18 Para hacer frente a estos riesgos, Hungría ha ido adoptando, desde mediados de 2010, diversas medidas para limitar la exposición del sector privado a los préstamos en moneda extranjera. Para un mayor detalle, véase el recuadro 2.

extranjera y seguramente hubiera conllevado riesgos de contagio para otros países de su entorno. Por ello, tanto los organismos internacionales como la Iniciativa de Viena insisten en que la región disminuya su financiación en moneda extranjera, potenciando el desarrollo de sus mercados de capitales en moneda local, junto con la aplicación de políticas prudenciales en la concesión de préstamos en moneda extranjera. Con ello, se trataría de evitar posibles consecuencias negativas para la estabilidad financiera, provocadas por una fuerte depreciación del tipo de cambio.

## Conclusiones

Desde su incorporación a la UE, los nuevos Estados miembros avanzaron rápidamente en la convergencia real, catalizada por las cuantiosas entradas de capital extranjero, que contribuyeron a la fuerte expansión del crédito y de la demanda interna. A lo largo de los años de bonanza, la mayor parte de los países fueron acumulando desequilibrios, que se reflejaron en un aumento de la dependencia de la financiación exterior, lo que les situó en una situación de especial vulnerabilidad cuando estalló la crisis financiera mundial. De hecho, la evidencia ha demostrado que los países que habían acumulado mayores desequilibrios han sido, a la postre, los que han sufrido un ajuste interno más severo, con caídas abruptas de la actividad, que han permitido corregir parcialmente esos desequilibrios —los déficits por cuenta corriente se han reducido muy notablemente e incluso algunos países registran superávits—, aunque la recuperación de estas economías solo ha empezado a producirse de forma lenta y gradual a lo largo de 2010.

Las persistentes necesidades de financiación exterior se han reflejado en un deterioro creciente de la PII deudora neta (mayores pasivos que activos exteriores), que, no obstante, fue mitigada por la evolución favorable de la actividad durante la época expansiva. Tras la crisis, pese a la reducción de las necesidades de financiación, la PII siguió deteriorándose, debido a la fuerte contracción de la actividad y, en menor medida, a la contribución desfavorable de los efectos de valoración. Además, si bien el *stock* de inversión directa sigue teniendo un papel preponderante en la mayoría de países, otras partidas más volátiles —principalmente, instrumentos de deuda— han ido ganando peso. En concreto, el deterioro de la PII neta se explica por el gran incremento de los pasivos desde el acceso a la UE. Por su parte, el endeudamiento total se elevó en 2010 hasta el entorno del 200 % del PIB en la mayoría de los países y superó el 300 % en Hungría y en Letonia. Aunque en todos ellos el grueso de la deuda es interna (es decir, entre los distintos sectores residentes de la economía), la deuda externa también supone una parte relevante —especialmente, en Hungría, Letonia y Bulgaria— y, adicionalmente, una buena parte del endeudamiento interno —préstamos, principalmente— está denominada en moneda extranjera, esencialmente en euros. Esta situación sigue representando actualmente uno de los principales focos de vulnerabilidad, asociada a los riesgos cambiarios y de refinanciación de la deuda. Para hacer frente a estos riesgos, se requirió un fuerte apoyo de los organismos internacionales y europeos, que fue complementado con la participación cooperativa del sector privado, a través de la Iniciativa de Viena. Una vez superado el período de mayor inestabilidad, la prioridad es corregir la excesiva dependencia de la financiación exterior y del endeudamiento en moneda extranjera y, al mismo tiempo, fomentar el desarrollo de los mercados en moneda local. La consecución de estos objetivos —en los que los nuevos Estados miembros de la UE que todavía no han adoptado el euro han mostrado algunos avances en el último ejercicio— constituye un elemento esencial para lograr una recuperación sólida y sostenible a largo plazo y con menores riesgos para la estabilidad financiera.

21.7.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- BACKE, P., B. EGERT y Z. WALKO (2007). «Credit growth in Central and Eastern Europe revisited», *Focus on European economic integration 2/2007*, Oesterreichische Nationalbank, pp. 69-77.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2010). «El impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental», *Boletín Mensual*, julio, pp. 93-105.
- BIS (2009). *Capital flows and emerging market economies*, Committee on the Global Financial System (CGFS), paper 33.
- BORDO, M., C. MEISSNER y D. STUCKLER (2010). «Foreign currency debt, financial crises and economic growth: A long-run view», *Journal of International Money and Finance*, vol. 29, n.º 4, pp. 642-665.
- BRONER, F., T. DIDIER, A. ERCE y S. SCHMUKLER (2010). «Gross Capital Flows: Dynamics and Crises», Documentos de Trabajo, n.º 1039, Banco de España.
- BRZOZA-BRZEZINA, M., T. CHMIELEWSKI y J. NIEDZWIEDZINSKA (2007). *Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter?*, MPRA paper, n.º 6879.
- EGERT, B., y R. MARTIN (2009). «Real estate, construction and growth in Central and Eastern Europe: Impact on competitiveness», *Focus on European Economic Integration 2/2008*, Oesterreichische Nationalbank, pp. 52-72.
- GORDO, E., y A. DEL RÍO (2009). «Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa Central y del Este», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España, pp. 91-102.
- HERZBERG, V. (2010). *Assessing the risk of private sector debt overhang in the Baltic countries*, IMF Working Paper WP/10/250.
- KISS, G., M. NAGY y B. VONNAK (2006). *Credit growth in Central and Eastern Europe: Trend, Cycle or Boom?*, MNB Working Paper 2006/10.
- LANE, P., y G. M. MILESI-FERRETTI (2006). *Capital Flows to Central and Eastern Europe*, IMF Working Paper WP/06/188.
- MILEVA, E. (2008). *The impact of capital flows on domestic investment in transition economies*, ECB Working Paper, n.º 871.
- POPOV, A., y G. F. UDELL (2010). *Cross-border banking and the international transmission of financial distress during the crisis of 2007-2008*, ECB Working Paper, n.º 1203.
- ROSENBERG, C., y M. TIRPAK (2008). *Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU*, IMF Working Paper WP/08/173.
- STULZ, R. (2006). *Financial globalization, corporate governance and Eastern Europe*, NBER Working Paper, n.º 11912.

LAS SOCIEDADES DE TASACIÓN. ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2010

## Introducción

Las sociedades de tasación (ST) son entidades especializadas en la valoración de bienes inmuebles exigida por la normativa hipotecaria aplicable a las entidades de crédito (EC), así como de los bienes incluidos en la cobertura de las reservas técnicas de las compañías de seguros y en la determinación del patrimonio de las sociedades de inversión colectiva inmobiliaria y de los fondos de pensiones<sup>1</sup>. También efectúan la valoración de los bienes inmuebles propiedad de las EC y de las sociedades cotizadas en bolsa.

Las ST, al valorar los inmuebles tomados en garantía de las operaciones de financiación concedidas por las entidades financieras, desempeñan un papel relevante en los aspectos de estabilidad y solvencia del sistema financiero y en la protección de los inversores en títulos del mercado hipotecario. Ello exige que las valoraciones se realicen de forma prudente y sostenible en el tiempo, con total respeto de las directrices de prudencia que figuran en la regulación específica<sup>2</sup>. Las funciones de homologación, autorización, inscripción en el Registro y supervisión del sector están legalmente asignadas al Banco de España.

Desde 2008, con la entrada en vigor de la Circular 3/2008, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, y al objeto de mejorar el control y la gestión de los riesgos, se reforzó la exigencia de revisiones periódicas del valor de los inmuebles en garantía de las carteras hipotecarias de las EC, revisiones que también son realizadas por estas entidades especializadas. En esa misma línea profundiza la Circular 3/2010, del Banco de España a entidades de crédito, que modifica fundamentalmente el anejo IX de la Circular 4/2004, sobre «Análisis y cobertura de riesgos».

Este artículo aborda la actividad realizada en 2010 por las ST<sup>3</sup>, recogiendo la información anual agregada de las entidades en cada uno de los últimos cuatro años en el Apéndice estadístico. El comportamiento del mercado inmobiliario y de la financiación hipotecaria es lo que determina, principalmente, la actividad de las ST. Tras el significativo aumento de producción registrado en la primera mitad de la década anterior, las tasadoras iniciaron su desaceleración en 2006, registrándose significativos retrocesos en su actividad desde entonces. Desde esa fecha, la actividad del sector se ha reducido casi a la mitad, tanto en el número de valoraciones realizadas (-46 %) como respecto a los importes tasados (-48 %).

En 2010 y con respecto al ejercicio anterior, el número de las tasaciones realizadas descendió el 8 %, con un retroceso en el importe de las valoraciones del 21 %. La caída en el número de tasaciones efectuadas se concentró en las tipologías de suelo urbano (21 %) y edificios

1 Regulación básica: Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario, y RD 775/1997, sobre el régimen jurídico de homologación de los servicios y sociedades de tasación, modificada por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre.

2 La valoración de bienes inmuebles, y los informes y certificados que la acrediten, están regulados por la OM ECO 805/2003, de 27 de marzo, y por la CBE 3/98, sobre la información que se ha de rendir al Banco de España, modificada por la CBE 5/2003 y la CBE 2/2009.

3 El sector lo forman las ST y los servicios de tasación de las EC, estando estos últimos autorizados a valorar, exclusivamente, los bienes inmuebles que sirvan de garantía hipotecaria a operaciones crediticias del grupo financiero al que pertenecen. La información recogida en los gráficos y en los cuadros del Apéndice estadístico, en lo relativo a actividad, se refiere al conjunto del sector. Sin embargo, hace varios años la producción de los servicios de tasación se hizo absolutamente marginal y es inexistente en la actualidad (a 31 de diciembre de 2010, permanecía en el registro del BE un servicio de tasación, que ha permanecido totalmente inactivo en los últimos años). Véase también *Boletín Estadístico*, capítulo 9, «Instituciones Financieras no Monetarias. Subsector “auxiliares financieros”: agente sociedades de tasación» (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest9.html>).

## Actividad de las sociedades de tasación

de uso terciario (63 %) e industriales (25 %), mientras que se atenuó el descenso en los edificios de uso residencial y en las viviendas individuales hasta el 11 % y 7 %, respectivamente.

Las 55 ST, todas ellas activas en 2010, realizaron 977.100 tasaciones, un 8 % menos que el año anterior, mientras que el valor total tasado ascendió a 450,4 mm de euros, lo que supuso un retroceso interanual del 21 %. La superficie total de los bienes inmuebles valorados en el ejercicio, 522.000 hectáreas, disminuyó un 15 %, registrándose retrocesos en todas las tipologías (véanse panel A del gráfico 1 y cuadro A.1).

La continuidad del deterioro del mercado inmobiliario se reflejó de forma más intensa en las tasaciones de los suelos urbanos, que descendieron un 25 % en cuanto a la superficie, un 35 % en su valoración y un 21 % en el número, mientras que los edificios completos de primera residencia y las viviendas individuales ralentizaron sus decrecimientos respecto a los registrados en 2009.

Por otra parte, en 2010 las *tasaciones no inmobiliarias*, tras varios años de continuos crecimientos, retrocedieron un 33 % en número y un 5 % en importe. El negocio habitual continúa así altamente concentrado en la valoración de bienes inmuebles de uso residencial, ya sean edificios completos o viviendas individuales. Estas tipologías representan el 70 % del número de tasaciones realizadas y el 49 % del valor tasado.

Las *tasaciones de viviendas individuales*, bien sean elementos de edificios o unifamiliares, incrementaron en el ejercicio su peso relativo respecto al número en 0,9 pp, y en cuanto al importe, en 3,6 pp, hasta representar un 68 % del número y el 34 % del importe del total valorado en el año. De esta tipología se efectuaron 667.000 tasaciones, por un importe global de 152,9 mm de euros, con retrocesos del 7 % y 12 %, respectivamente, respecto a 2009.

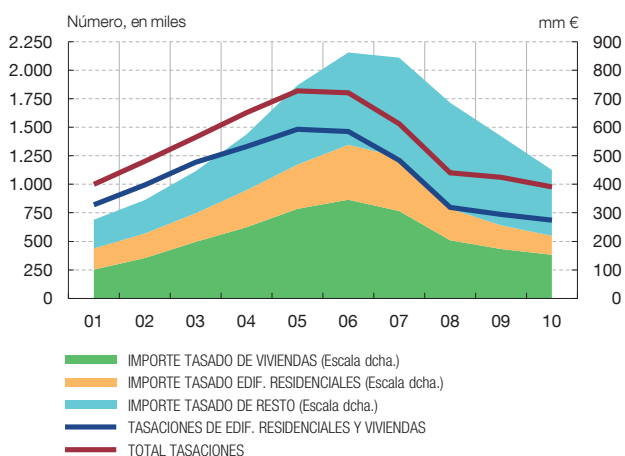
El valor medio tasado de las viviendas situadas en edificios descendió un 5 %, hasta los 198.700 euros, 11.000 euros menos que en 2009, produciéndose una disminución tanto en la superficie media de la vivienda tasada (2,3 m<sup>2</sup>, hasta los 99,9 m<sup>2</sup>) como en el precio medio por metro cuadrado (3 % y hasta los 1.990 euros) (véase cuadro A.2)<sup>4</sup>. Los pisos en edificios o bloques continúan siendo el grueso de las viviendas individuales tasadas en el ejercicio (71 % del número y 62 % del importe).

En cuanto a la *metodología de valoración* utilizada en las tasaciones de las viviendas individuales, el método de comparación fue aplicado en 2010 en el 94 % de los casos. A su vez, en el 22 % de las tasaciones de viviendas individuales realizadas por comparación, los tasadores incorporaron la posibilidad de que se produjese una bajada de los precios y, por lo tanto, aplicaron ajustes a efectos de calcular el «valor hipotecario»<sup>5</sup>. La reducción media ponderada aplicada en dichos ajustes fue del 6,8 %.

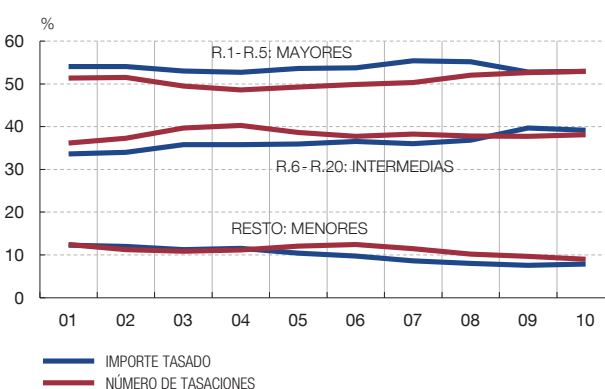
4 Téngase en cuenta que los comentarios sobre valores y superficies medias están basados en la información sobre tasaciones de inmuebles facilitada por las tasadoras en función de su actividad. Esta información agregada no se ha sometido a tratamiento alguno de ajuste estadístico para su aproximación a los precios de mercado y, por lo tanto, en todos los casos, se trata de los valores medios resultantes de la agregación de la información estadística sobre las tasaciones realizadas según la tipología que aparece en los cuadros A.1 y A.2 del Apéndice estadístico.

5 Las tasaciones deben realizarse ateniéndose a unos parámetros técnicos ligados a los diferentes métodos de valoración, sobre los que no se informa aquí por su complejidad y volumen. Quizás el de mayor relevancia sea el utilizado para obtener el «valor hipotecario» como una tasación prudente de la posibilidad futura de comerciar con el inmueble, considerando los aspectos duraderos a largo plazo, los usos alternativos y los factores especulativos, y en condiciones normales de los mercados. Las reducciones para obtener el «valor hipotecario» se realizan en los casos en los que el tasador considera que existe una probabilidad elevada de que se produzca una disminución significativa del precio del inmueble en un período de tres años.

A NÚMERO E IMPORTE DE LAS TASACIONES



B RATIOS DE CONCENTRACIÓN DE LAS ENTIDADES DE TASACIÓN



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 4 de julio de 2011.

a Datos del conjunto de las ST activas en cada año.

En el panel A del gráfico 2 se recoge la evolución de los *valores medios del metro cuadrado de las viviendas* situadas en edificios, de las unifamiliares y del promedio de ambas. También se incluye, a efectos comparativos, el «precio medio del metro cuadrado de la vivienda libre tasada» publicado por el BE en función de la información del Ministerio de Vivienda<sup>6</sup>. En 2010, continuó el decrecimiento del valor medio atribuido al metro cuadrado en las tasaciones realizadas de viviendas individuales, con una disminución del 3,3 %. Este retroceso se produjo tanto en las sitas en edificios como en las unifamiliares (3 % y 3,8 %, respectivamente). Los precios medios recogidos por el Ministerio de Vivienda también manifestaron tasas negativas, con un descenso del 3,9 % respecto a 2009.

Las viviendas unifamiliares tasadas, cuya superficie media utilizable más que duplica la de los pisos sitos en edificios (208 m<sup>2</sup>, frente a 100 m<sup>2</sup>), fueron tasadas por metro cuadrado con un valor medio inferior en un 26 % al de aquellos (1.471 euros y 1.990 euros, respectivamente). El valor medio en las viviendas unifamiliares ascendió a 305.500 euros, con un retroceso del 5,2 % respecto al registrado en 2009.

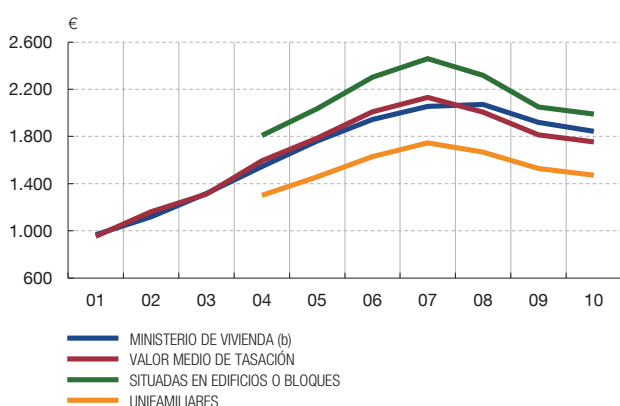
El comportamiento de los créditos hipotecarios para adquisición de vivienda se refleja en el panel B del gráfico 2<sup>7</sup>, que recoge la información facilitada por el INE y la obtenida por el BE. En ambas fuentes, el préstamo medio otorgado por las EC para adquisición de vivienda por particulares a lo largo de 2010 ha registrado, por tercer año consecutivo y tras años de sucesivos crecimientos, un descenso, si bien el ritmo reflejado por los datos del INE (0,7 %) es bastante menor que el obtenido por el BE (3 %). El importe medio del valor de tasación se ha reducido un 5,3 %, por lo que, con las evoluciones señaladas para *los préstamos medios, la relación entre estos y el valor medio de las viviendas tasadas* en el año ha aumentado hasta el 51 % en el caso de los datos provenientes del INE y hasta el 61 % para el conjunto de tasaciones utilizadas por el BE.

6 Véase *Boletín Estadístico* del BE, cuadro 25.7, columna 8 y sus notas.

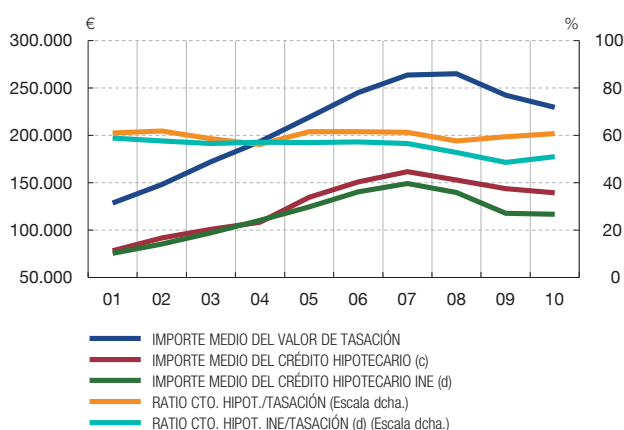
7 Esta aproximación al porcentaje promedio del valor de la vivienda financiado por las EC (*loan to value*) se basa en la hipótesis de que la media de todo lo tasado en el año debe aproximar correctamente la valoración de las tasaciones que realmente concluyeron en una financiación hipotecaria concedida por una entidad de crédito.



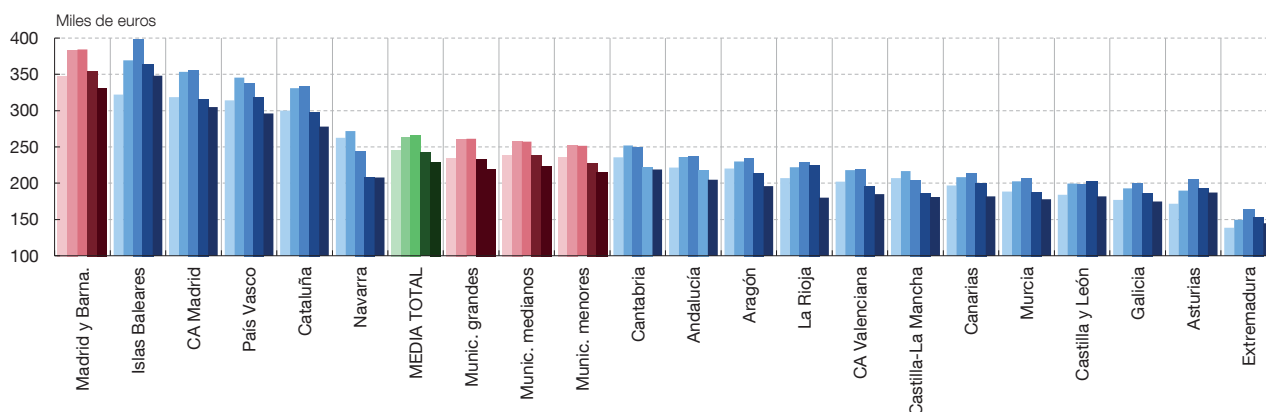
A VALOR MEDIO DEL METRO CUADRADO



B VALOR DE TASACIÓN Y FINANCIACIÓN



C IMPORTE MEDIO DE LA VIVIENDA POR CCAA Y TAMAÑO DE LOS MUNICIPIOS (e) 2006-2010



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Vivienda e Instituto Nacional de Estadística. Datos disponibles a 4 de julio de 2011.

- a Datos del conjunto de las ST activas en cada año.
- b La serie de precios utilizada es la media aritmética simple de la serie trimestral de precios del metro cuadrado de la vivienda libre de 1995 a 2010, base 2005, del Ministerio de Vivienda.
- c El crédito hipotecario refleja el importe medio de las nuevas operaciones realizadas en cada ejercicio por las EC, según la información remitida al Banco de España.
- d Basada en las inscripciones registrales de la financiación hipotecaria que publica el INE.
- e Los grupos de municipios de los que se dispone de información, coloreados en rojo, son: Madrid y Barcelona; municipios grandes, con más de 500.000 habitantes (Valencia, Zaragoza, Sevilla y Málaga); municipios intermedios, entre 100.000 y 500.000 habitantes; y municipios menores, por debajo de 100.000 habitantes. Las barras se corresponden con el importe de las viviendas individuales tasadas en cada año, de 2006 a 2010, de izquierda a derecha, respectivamente.

En 2010 se tasaron 17.900 edificios completos destinados a uso residencial, valorándose 2.300 unidades menos que el año anterior (-11%). Su valor total ascendió a 66,5 mm de euros, lo que supuso un retroceso del 20%. Sin embargo, hay que señalar que, mientras la caída en el número de edificios tasados en primera residencia fue del 12%, en los de segunda residencia se registró un incremento del 1%. Respecto al valor total de los inmuebles, el retroceso en primera residencia fue del 19%, y en segunda, del 29%. Los valores medios del metro cuadrado en los edificios completos de uso residencial descendieron en 2010, tanto en los destinados a primera residencia (8,1%) como en los de segunda residencia (7%).

En la tipología de *suelo urbano* se registraron elevadas tasas interanuales negativas, tanto en el número de tasaciones (21%) como en el importe total tasado, que descendió el 35%. Ello ha supuesto que su peso en la actividad del sector en cuanto al valor tasado (90 mm de euros) haya descendido hasta el 20%. El tamaño medio de los solares valo-

rados retrocedió un 6 %, y el valor medio del metro cuadrado de suelo tasado (139 euros por m<sup>2</sup>) registró una variación negativa del 12,7 %.

El número de valoraciones de *edificios de uso terciario* disminuyó un 63 %, retrocediendo un 28 % el importe total tasado. El tamaño medio de este tipo de edificios más que se duplicó en 2010, destacando un crecimiento del 250 % en la superficie media de la tipología de oficinas. En cuanto al valor medio asignado al metro cuadrado, se produjeron descensos en ambas clases, siendo más intensos en los de uso para oficinas (13,7 %) que en los destinados a uso comercial (3,1 %). Estos valores medios por metro cuadrado fueron de 2.224 y 1.285 euros, respectivamente.

En los *elementos de edificios destinados a oficinas*, las tasaciones realizadas retrocedieron en cuanto al número el 10 %, mientras que los importes valorados crecieron un 8 %. El precio medio tasado por metro cuadrado se redujo un 6,2 %, hasta los 2.610 euros, cifra un 17 % superior a la de los edificios completos para este mismo uso.

Las tasaciones de *locales comerciales* en 2010 registraron un decremento del 10 % en el número y del 15 % en el importe, situándose el valor medio tasado por metro cuadrado en 1.821 euros, un 5,4 % inferior al de 2009. La superficie media del local tasado no se modificó y fue de 187 m<sup>2</sup>.

Las actualizaciones y las valoraciones intermedias de obra se incluyen en un epígrafe separado y no se agregan en los totales de la actividad ordinaria recogida en los cuadros del Apéndice estadístico. La evolución del sector inmobiliario ha hecho descender el peso de las *valoraciones intermedias de obra* de los edificios en construcción hasta el 7 %, desde el máximo del 18 % que esta actividad representó en 2008, registrándose en 2010 un descenso del 44 %. Las *actualizaciones*<sup>8</sup> de tasaciones realizadas en el ejercicio aumentaron un 10 % respecto al número, con un decremento en el importe del 13 %. En 2010, esta rúbrica recoge el efecto de las tasaciones realizadas en relación con el proceso de reconversión de las cajas de ahorros.

#### Distribución según peticionario, finalidad y localización de las tasaciones

El cuadro A.3 muestra la distribución de las tasaciones según el petionario o demandante y por la finalidad a la que se destinarán las valoraciones realizadas. Las tasaciones de *inmuebles asociadas a las operaciones de financiación con garantía hipotecaria*, que son requeridas por las EC para el respaldo de las garantías crediticias, aunque continúan concentrando la actividad del sector, han vuelto a perder peso, situándose en 2010 en el 77 % respecto al número de tasaciones y en el 64 % en cuanto al importe tasado, y registrando tasas interanuales negativas del 11 % y 28 %, respectivamente. En el resto de finalidades se registraron comportamientos dispares: las requeridas por las normas contables de las EC retrocedieron en número un 33 %, incrementándose su importe el 35 %; las exigidas a las entidades aseguradoras, los fondos de pensiones e instituciones de inversión colectiva tuvieron decrecimientos importantes tanto en número como en importe (42 % y 31 %, respectivamente); y, por último, en las destinadas a otras finalidades se produjo un incremento en el número del 20 %, con una caída del 3 % en los importes. En 2010, el peso de esta última finalidad continuó con el proceso de avance registrado en los últimos años, situándose en el 20 % del número de valoraciones y en el 32 % de su importe.

8 Se trata de toda revisión de una tasación anterior emitida por la misma entidad tasadora que realizó la inicial y efectuada antes de transcurrir dos años desde su fecha de emisión, en la que, con referencia a la tasación anterior, se modifiquen las advertencias, los condicionantes o cualquiera de los valores que figuren en ella. El plazo es de tres años en las realizadas para reservas técnicas de seguros (véase artículo 4 de la OM ECO 805/2003).

Al analizar la distribución de las valoraciones *por tipología de los peticionarios*, destaca el retroceso del 38 % de las solicitadas por las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones, tras haber crecido de forma significativa desde 2006. Las solicitadas por las EC continuaron disminuyendo (8 % en número y 21 % en importe), a ritmos similares a los registrados en 2009. Aunque las cajas de ahorros fueron las entidades de depósito con tasa negativa más elevada respecto al número (-12 %), fue en la banca donde se produjo el mayor descenso en lo relativo a los importes (-24 %).

En la distribución de las *tasaciones de bienes inmuebles por Comunidades Autónomas y agrupaciones de municipios según su tamaño*, que se presenta en el cuadro A.4, se observa que el peso de la actividad tasadora en las cuatro CCAA más pobladas y que concentran el 60 % del total de la población (Andalucía, Cataluña, Madrid y Comunidad Valenciana) representa casi dos tercios de la actividad de tasación de bienes inmuebles en 2010 (61 % del número y 65 % del importe). En todas las CCAA, excepto en Asturias, Castilla y León, Galicia y País Vasco, se realizaron menos tasaciones que en 2009, destacando los retrocesos de La Rioja (15 %), Murcia (16 %), Navarra (21 %) y Valencia (14 %). Respecto al importe de los inmuebles tasados, que disminuyó en todas las comunidades, las caídas más elevadas se registraron en Extremadura (28 %) y Valencia (25 %).

Por municipios, agregados estos por el tamaño de su población, la tasa interanual negativa más elevada, en cuanto al número de valoraciones realizadas en el año, se registró en las poblaciones con menos de 100.000 habitantes (9 %), cayendo el importe el 21 %. En el resto de municipios, el número de tasaciones disminuyó en el entorno del 5 %, destacando el retroceso del 30 % en el importe tasado que se dio en las poblaciones de más de 500.000 habitantes, excluidas Madrid y Barcelona.

En el panel C del gráfico 2 se representa, para los últimos 5 años, el valor medio de todas las viviendas individuales, tanto situadas en edificios como unifamiliares, tasadas anualmente, distribuidas por CCAA y por conjuntos de municipios agrupados según su tamaño. Tras los crecimientos producidos en años anteriores, el *valor medio tasado de la vivienda individual* a nivel nacional inició su descenso en 2009 (8,6 %), retrocediendo en 2010 a una tasa inferior (5,3 %). Como se observa en el gráfico señalado, en todos los territorios, excepto en Navarra, donde no se modificó, se ha producido una caída de dichos valores medios. Un comportamiento similar, con una disminución de los valores medios, se registró en las 4 agrupaciones de los municipios según su tamaño: Madrid y Barcelona, grandes, medianos y menores.

## Estructura y concentración del sector y de los clientes

Las ST registradas en el BE al cierre de 2010 ascendían a 55. En ese año se produjo una baja, por la fusión por absorción de Innotasa por Arco Valoraciones, y el alta de 2 nuevas entidades, Instituto de Valoraciones y Aesval.

En el mismo año, 20 ST realizaron valoraciones en todas las CCAA, mientras que 10 ST tuvieron un ámbito de actuación exclusivamente local o regional, concentrando sus tasaciones en pocas CCAA, normalmente contiguas. El resto de las ST tienen una implantación geográfica muy diversa.

La elevada y tradicional concentración del sector se ha mantenido un año más. En 2010, un tercio del número de tasaciones y del importe tasado fue realizado por las dos tasadoras más grandes, siendo ejecutado el 53 % de la actividad del sector por las cinco mayores, tanto en lo relativo al número como en lo que se refiere al importe (véase panel B del gráfico 1). Las 15 ST de tamaño intermedio realizaron el 38 % de las tasaciones y el 39 % del importe, y las 35 entidades más pequeñas representaron el 8 % del importe total y

realizaron el 9 % de las tasaciones. En 2010 no se produjeron cambios significativos en las cuotas de negocio respecto a los importes tasados, ni en el número de tasaciones.

El número de ST participadas por EC<sup>9</sup> en 2010 descendió a 11, tras el cambio en el accionariado realizado a mediados de año en Tinsa. El elevado volumen de negocio de esa sociedad explica los importantes cambios que se reflejan en el cuadro A.5, en lo relativo a la concentración de la actividad del sector entre participadas y no participadas por EC. Así, el grupo de tasadoras relacionadas con EC ha pasado de realizar el 44 % del número de tasaciones en 2009 a realizar el 21 % en 2010, concentrando en este año el 19 % de los ingresos ordinarios obtenidos, frente al 47 % de 2009. El 78 % de los ingresos de las ST participadas por EC procedió del cliente principal, porcentaje que se eleva hasta el 82 % si se incluyen los clientes que suponen más del 15 % de la facturación.

En el grupo de ST no participadas por EC, el peso de los ingresos de los clientes con facturación igual o superior al 15 % del total fue del 20 %. Dentro del mismo, hay un conjunto de 18 ST cuya dependencia de la facturación de estos clientes significativos asciende al 77 % de media, si bien su peso en los ingresos totales y en el número de tasaciones realizadas por el sector es pequeño, situándose en el entorno del 5 % en ambas magnitudes.

En 2010, las tasadoras con un peso intermedio del cliente principal —entre el 25 % y el 50 % de sus ingresos— fueron 11, con una participación en los ingresos totales de las ST del 21 %. La dependencia respecto a los clientes principales (facturación  $\geq$  15 %) de este grupo se elevó un año más, hasta situarse en el 31 % de sus ingresos.

En resumen, el grado de dependencia del conjunto de las ST respecto de los clientes con peso significativo en sus ingresos se situó en el 32 %, siendo prácticamente similar al registrado en 2009.

## Balance y resultados de las sociedades de tasación

El balance de las ST volvió a reflejar en 2010 el descenso de la actividad del sector, ascendiendo su activo total al cierre del ejercicio a 187 millones de euros, con un retroceso del 17 % respecto al año anterior.

Los ingresos del ejercicio fueron de 324,9 millones de euros y registraron una variación interanual del -14,1 %, mientras que los gastos disminuyeron a un ritmo menor, el 10,2 %. Los resultados descendieron un 34,2 %, hasta situarse en 16,1 millones de euros.

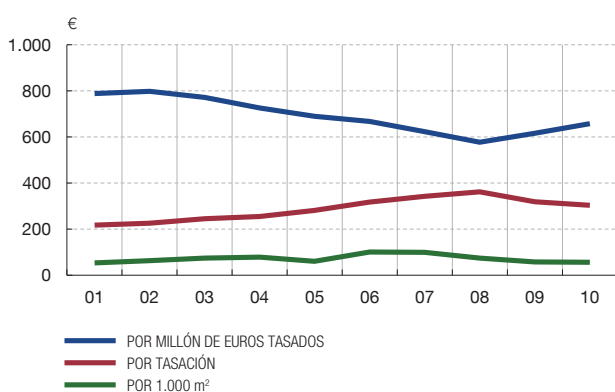
Los ingresos derivados de las tasaciones de inmuebles cayeron a un ritmo ligeramente más alto que los ingresos totales (-15,5 %), descendiendo su peso hasta el 90 % de los mismos. A su vez, la partida más significativa —las valoraciones ligadas a la financiación con garantía hipotecaria— disminuyó un 20,3 %, suponiendo el 68 % de los ingresos y registrando una pérdida interanual de 5,3 pp en su peso.

Los ingresos procedentes de otros servicios diferentes de la realización de tasaciones elevaron su participación hasta el 8 %, al mantener su importe respecto al registrado en 2009. Los ingresos financieros aumentaron levemente (0,8 %), mientras que los restantes avanzaron un 28 %.

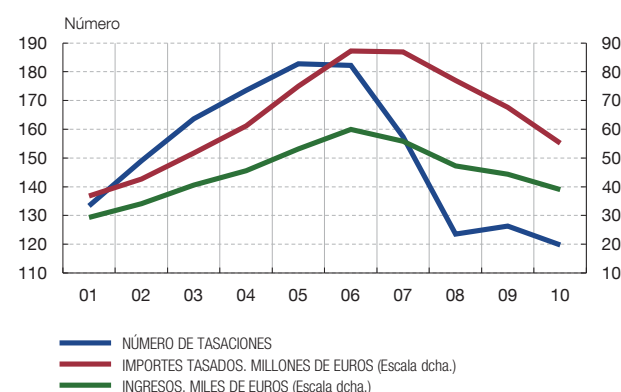
En 2010, los ingresos medios por operación han retrocedido 14 euros, hasta los 304 euros por tasación inmobiliaria, pero aumentaron en relación con el valor de los bienes tasados,

<sup>9</sup> Según la terminología legal, las ST están participadas de forma significativa por una o más EC cuando aquella participación alcanza, de forma directa o indirecta, al menos el 15 % del capital o de los derechos de voto de la sociedad, o, sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la sociedad.

A INGRESOS MEDIOS POR TASACIÓN INMOBILIARIA



B ACTIVIDAD MEDIA POR TASADOR



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 4 de julio de 2011.

a Datos del conjunto de las ST existentes a fin de cada año.

situándose en 658 € por cada millón de euros (véase panel A del gráfico 3). Los ingresos por superficie de los bienes inmuebles valorados se mantuvieron prácticamente estables (56 euros por cada 1.000 m<sup>2</sup>).

Los gastos totales de las ST disminuyeron a menor ritmo que los ingresos (10,2%), lo que implicó que pasaran a representar casi el 93% de los mismos, con un avance de 4 pp respecto a 2009. El componente más importante de los gastos de las tasadoras, el derivado de la contratación de servicios profesionales externos, registró una tasa interanual del -16,8%, motivado por el descenso del 20,4% en los pagos a los tasadores externos, que es su rúbrica principal.

El número de tasadores descendió el 2,9% y la actividad media por tasador tuvo la siguiente evolución: en cuanto al número de tasaciones encargadas, retrocedió el 5%; respecto a los importes tasados, la disminución fue del 19%, y, por último, los ingresos aportados decrecieron un 12% (véanse panel B del gráfico 3 y cuadro A.6).

La evolución de ingresos y gastos detallada en los párrafos anteriores determinó un retroceso de los resultados ordinarios del 44,6%. La caída de los resultados contables fue del 34,2%, con una disminución en los impuestos del 34,7%. El resultado contable alcanzado ascendió a 16,1 millones de euros, equivalente al 5% de los ingresos totales, con una pérdida de 1,6 pp respecto al nivel alcanzado en 2009.

10.7.2011.

## APÉNDICE

Cuadros:

- A.1 Distribución de las tasaciones según el objeto: número, superficie e importe
- A.2 Medias de importes, superficies y valores resultantes del metro cuadrado de bienes inmuebles tasados
- A.3 Distribución de las tasaciones según peticionario, y de bienes inmuebles por finalidades
- A.4 Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por CCAA y tamaño de los municipios
- A.5 Dependencia de las sociedades de tasación respecto de sus clientes
- A.6 Balance y resultados de las sociedades de tasación e información complementaria

## DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES SEGÚN EL OBJETO: NÚMERO, SUPERFICIE E IMPORTE (a)

CUADRO A.1

Datos del ejercicio. Número, hectáreas, miles de millones de euros y porcentaje

A NÚMERO	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>TOTAL</b>	<b>1.530,1</b>	<b>1.102,0</b>	<b>1.062,1</b>	<b>977,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-15,1</b>	<b>-28,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-8,0</b>
<b>Bienes inmuebles</b>	<b>1.522,0</b>	<b>1.090,4</b>	<b>1.043,1</b>	<b>964,3</b>	<b>99,5</b>	<b>98,9</b>	<b>98,2</b>	<b>98,7</b>	<b>-15,2</b>	<b>-28,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>-7,5</b>
Terrenos total	73,5	72,1	77,2	64,0	4,8	6,5	7,3	6,6	-12,8	-1,8	7,1	-17,1
Suelo urbano	51,6	48,3	49,4	39,0	3,4	4,4	4,7	4,0	-17,2	-6,4	2,3	-21,1
Fincas rústicas	19,1	20,7	24,8	23,4	1,2	1,9	2,3	2,4	-6,0	8,5	19,6	-5,8
Suelo no urbanizable (b)	2,7	3,1	3,0	1,7	0,2	0,3	0,3	0,2	67,0	11,5	-2,8	-43,9
Edificios completos (c)	92,4	70,0	61,1	44,8	6,0	6,4	5,8	4,6	-1,0	-24,2	-12,8	-26,7
De uso residencial	48,6	27,7	20,2	17,9	3,2	2,5	1,9	1,8	-7,6	-43,0	-27,3	-11,2
De primera residencia	45,9	25,9	18,9	16,6	3,0	2,3	1,8	1,7	-6,9	-43,6	-27,1	-12,0
De segunda residencia	2,7	1,8	1,3	1,3	0,2	0,2	0,1	0,1	-17,6	-32,6	-29,3	0,8
De uso terciario	8,4	12,2	12,7	4,7	0,5	1,1	1,2	0,5	68,3	45,3	4,6	-63,1
De oficinas	3,5	5,9	6,8	1,6	0,2	0,5	0,6	0,2	128,1	71,2	14,6	-76,0
De uso comercial	4,9	6,2	5,9	3,1	0,3	0,6	0,6	0,3	41,9	26,9	-5,0	-48,2
Industriales	25,6	22,4	21,6	16,1	1,7	2,0	2,0	1,7	-0,9	-12,5	-3,4	-25,4
Otros	9,9	7,8	6,6	6,0	0,6	0,7	0,6	0,6	-0,8	-21,3	-15,1	-8,6
Elementos de edificios	1.347,8	940,6	896,8	848,6	88,1	85,4	84,4	86,9	-16,1	-30,2	-4,6	-5,4
Viviendas	1.161,9	768,8	714,6	666,6	75,9	69,8	67,3	68,2	-17,7	-33,8	-7,1	-6,7
Situadas en edificios o bloques	820,6	534,9	508,3	475,3	53,6	48,5	47,9	48,6	-19,6	-34,8	-5,0	-6,5
Unifamiliares	341,3	233,9	206,3	191,3	22,3	21,2	19,4	19,6	-12,5	-31,5	-11,8	-7,3
Oficinas	10,3	9,6	9,5	8,6	0,7	0,9	0,9	0,9	1,9	-6,9	-0,2	-9,9
Locales comerciales	69,1	63,7	57,4	51,9	4,5	5,8	5,4	5,3	-10,8	-7,8	-9,9	-9,6
Otros	106,5	98,2	115,3	121,6	7,0	8,9	10,9	12,4	-0,8	-7,8	17,4	5,4
Explotación económica (d)	6,7	6,6	6,7	5,9	0,4	0,6	0,6	0,6	11,4	-1,2	1,9	-12,6
Otros bienes inmuebles (e)	1,7	1,3	1,3	1,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-67,5	-21,6	-6,3	-16,4
<b>Tasaciones no inmobiliarias (f)</b>	<b>8,1</b>	<b>11,6</b>	<b>19,1</b>	<b>12,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>13,9</b>	<b>43,6</b>	<b>64,4</b>	<b>-33,4</b>
PRO MEMORIA:												
Otras valoraciones	325,1	277,1	190,7	148,7	21,2	25,1	18,0	15,2	11,8	-14,7	-31,2	-22,1
Actualizaciones (g)	107,1	82,3	76,9	84,6	7,0	7,5	7,2	8,7	-0,2	-23,1	-6,6	10,1
Valoraciones intermedias (h)	218,0	194,8	113,8	64,0	14,2	17,7	10,7	6,6	18,8	-10,6	-41,6	-43,8
Patrimonios (i)	2,5	1,5	1,3	5,9	0,2	0,1	0,1	0,6	7,3	-41,4	-9,6	345,1
B SUPERFICIE												
	Hectáreas				Estructura				Variación anual			
<b>TOTAL BIENES INMUEBLES</b>	<b>523.671,0</b>	<b>538.585,0</b>	<b>611.252,0</b>	<b>522.009,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-7,4</b>	<b>2,8</b>	<b>13,5</b>	<b>-14,6</b>
Terrenos total	478.770,0	498.063,0	573.183,0	491.604,0	91,4	92,4	93,8	94,2	-4,4	4,0	15,1	-14,2
Suelo urbano	75.672,0	92.124,0	86.394,0	64.421,0	14,5	17,1	14,1	12,3	-8,3	21,7	-6,2	-25,4
Fincas rústicas	388.674,0	369.555,0	471.188,0	415.048,0	74,2	68,6	77,1	79,5	-5,2	-4,9	27,5	-11,9
Suelo no urbanizable (b)	14.424,0	36.384,0	15.602,0	12.135,0	2,8	6,8	2,6	2,3	79,1	152,2	-57,1	-22,2
Edificios completos (c)	17.882,0	13.701,0	12.671,0	10.436,0	3,4	2,5	2,1	2,0	-13,5	-23,4	-7,5	-17,6
De uso residencial	10.308,0	6.325,0	4.845,0	4.214,0	2,0	1,2	0,8	0,8	-10,4	-38,6	-23,4	-13,0
De primera residencia	9.508,0	5.801,0	4.389,0	3.866,0	1,8	1,1	0,7	0,7	-10,1	-39,0	-24,3	-11,9
De segunda residencia	800,0	525,0	457,0	349,0	0,2	—	—	—	-14,3	-34,5	-12,9	-23,7
De uso terciario	953,0	1.258,0	1.403,0	1.101,0	0,2	0,2	0,2	0,2	1,6	32,0	11,6	-21,5
De oficinas	547,0	668,0	654,0	550,0	0,1	0,1	0,1	0,1	10,0	22,2	-2,1	-15,9
De uso comercial	406,0	589,0	749,0	551,0	—	0,1	0,1	0,1	-7,8	45,3	27,1	-26,5
Industriales	4.320,0	4.126,0	4.526,0	3.333,0	0,8	0,8	0,7	0,6	-25,0	-4,5	9,7	-26,4
Otros	2.302,0	1.992,0	1.897,0	1.788,0	0,4	0,4	0,3	0,3	-6,5	-13,5	-4,8	-5,7
Elementos de edificios	16.983,0	12.932,0	12.555,0	11.174,0	3,2	2,4	2,1	2,1	-15,7	-23,9	-2,9	-11,0
Viviendas	14.380,0	10.162,0	9.546,0	8.720,0	2,7	1,9	1,6	1,7	-16,5	-29,3	-6,1	-8,7
Situadas en edificios o bloques	7.768,0	5.269,0	5.197,0	4.746,0	1,5	1,0	0,9	0,9	-19,8	-32,2	-1,4	-8,7
Unifamiliares	6.611,0	4.893,0	4.350,0	3.974,0	1,3	0,9	0,7	0,8	-12,2	-26,0	-11,1	-8,6
Oficinas	188,0	198,0	167,0	192,0	—	—	—	—	-4,4	5,2	-15,4	14,6
Locales comerciales	1.115,0	1.189,0	1.073,0	968,0	0,2	0,2	0,2	0,2	-14,2	6,6	-9,8	-9,7
Otros	1.301,0	1.383,0	1.768,0	1.295,0	0,2	0,3	0,3	0,2	-8,7	6,4	27,8	-26,8
Explotación económica (d)	10.036,0	13.888,0	12.842,0	8.794,0	1,9	2,6	2,1	1,7	-58,6	38,4	-7,5	-31,5

Datos del ejercicio. Número, hectáreas, miles de millones de euros y porcentaje

C IMPORTE	Miles de millones de euros				Estructura				Variación anual			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>TOTAL</b>	<b>844,0</b>	<b>686,1</b>	<b>568,9</b>	<b>450,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-18,7</b>	<b>-17,1</b>	<b>-20,8</b>
<b>Bienes inmuebles</b>	<b>834,0</b>	<b>682,8</b>	<b>563,5</b>	<b>445,3</b>	<b>98,8</b>	<b>99,5</b>	<b>99,1</b>	<b>98,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-18,1</b>	<b>-17,5</b>	<b>-21,0</b>
Terrenos total	179,3	206,8	162,2	109,4	21,2	30,1	28,5	24,3	6,7	15,3	-21,6	-32,6
Suelo urbano	140,5	169,7	137,8	89,7	16,6	24,7	24,2	19,9	-5,0	20,8	-18,8	-34,9
Fincas rústicas	11,3	11,9	12,7	9,0	1,3	1,7	2,2	2,0	-15,3	5,3	6,7	-29,4
Suelo no urbanizable (b)	27,5	25,2	11,7	10,7	3,3	3,7	2,1	2,4	303,8	-8,4	-53,4	-8,9
Edificios completos (c)	277,9	199,2	164,3	128,2	32,9	29,0	28,9	28,5	2,0	-28,3	-17,5	-22,0
De uso residencial	190,1	110,5	83,1	66,5	22,5	16,1	14,6	14,8	-1,4	-41,8	-24,8	-20,0
De primera residencia	173,6	101,7	75,4	61,0	20,6	14,8	13,2	13,5	-1,4	-41,4	-25,9	-19,1
De segunda residencia	16,5	8,9	7,7	5,5	2,0	1,3	1,4	1,2	-1,9	-46,4	-12,6	-29,0
De uso terciario	21,0	27,8	26,8	19,3	2,5	4,1	4,7	4,3	14,0	32,5	-3,7	-27,9
De oficinas	14,3	18,8	16,9	12,2	1,7	2,7	3,0	2,7	27,6	31,8	-10,4	-27,4
De uso comercial	6,7	9,0	9,9	7,1	0,8	1,3	1,7	1,6	-7,0	34,0	10,3	-28,8
Industriales	32,6	29,8	29,2	20,0	3,9	4,3	5,1	4,4	10,9	-8,5	-2,1	-31,7
Otros	34,2	31,0	25,2	22,5	4,1	4,5	4,4	5,0	7,2	-9,4	-18,6	-11,0
Elementos de edificios	346,8	245,4	208,1	183,9	41,1	35,8	36,6	40,8	-10,1	-29,2	-15,2	-11,6
Viviendas	306,3	203,8	173,1	152,9	36,3	29,7	30,4	34,0	-11,4	-33,5	-15,1	-11,7
Situadas en edificios o bloques	191,0	122,2	106,6	94,5	22,6	17,8	18,7	21,0	-14,4	-36,0	-12,8	-11,4
Unifamiliares	115,3	81,6	66,5	58,5	13,7	11,9	11,7	13,0	-6,0	-29,3	-18,5	-12,1
Oficinas	5,7	5,7	4,7	5,0	0,7	0,8	0,8	1,1	18,9	-1,1	-17,6	7,5
Locales comerciales	25,5	26,1	20,6	17,6	3,0	3,8	3,6	3,9	0,9	2,4	-21,1	-14,6
Otros	9,2	9,8	9,7	8,4	1,1	1,4	1,7	1,9	-7,0	6,2	-0,5	-14,0
Explotación económica (d)	27,7	29,8	26,9	22,6	3,3	4,3	4,7	5,0	9,3	7,9	-9,8	-16,1
Otros bienes inmuebles (e)	2,4	1,6	1,9	1,2	0,3	0,2	0,3	0,3	13,5	-33,2	20,8	-36,7
<b>Tasaciones no inmobiliarias (f)</b>	<b>10,0</b>	<b>3,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>16,7</b>	<b>-66,9</b>	<b>62,1</b>	<b>-5,4</b>
PRO MEMORIA:												
Actualizaciones (g)	173,7	178,5	157,9	137,1	20,6	26,0	27,8	30,4	20,4	2,8	-11,6	-13,2
Patrimonios (i)	6,2	15,0	3,1	13,9	0,7	2,2	0,5	3,1	-41,7	141,3	-79,3	344,9

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 4 de julio de 2011.

- a Datos del conjunto de las ST activas en cada año.
- b Se trata de los terrenos no urbanizables, excluidos los ligados a una explotación económica permitida por la legislación vigente y los incluidos en fincas rústicas. Véase nota d.
- c Los edificios se clasifican según su uso dominante, atendiendo a la superficie de cada uso. Incluye los edificios en construcción por el valor del edificio terminado. Las valoraciones intermedias de obra se presentan, exclusivamente, en el epígrafe correspondiente de la pro memoria.
- d Se trata de todo edificio o elemento de edificio vinculado a una actividad o explotación económica: hoteles, residencias, hospitales, instalaciones fabriles, centros de transporte, equipamientos sociales, instalaciones agropecuarias, etc.
- e Incluye obras de urbanización, etc.
- f Activos inmateriales, empresas, maquinaria, instalaciones, otros bienes corporales, fondos de comercio, opciones, derechos y otros.
- g Incluye las efectuadas con menos de dos años de antigüedad, excepto cuando, por modificación significativa del bien valorado, deban figurar como nuevas tasaciones. Hasta 1997, inclusive, se contabilizaban con las valoraciones intermedias.
- h Las valoraciones intermedias deben recoger los incrementos netos de valores de los certificados emitidos, con posterioridad a la tasación inicial, durante la construcción o rehabilitación de elementos o edificios.
- i Con independencia de que su desglose en los distintos componentes se incluya en los correspondientes apartados.



**MEDIAS DE IMPORTES, SUPERFICIES Y VALORES RESULTANTES DEL METRO CUADRADO DE BIENES INMUEBLES TASADOS (a)**
**CUADRO A.2**

Datos del ejercicio

A IMPORTES MEDIOS	Miles de euros				Variación anual			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Suelo urbano	2.721,8	3.511,6	2.786,0	2.300,5	14,7	29,0	-20,7	-17,4
Fincas rústicas	592,0	574,5	512,5	384,1	-10,0	-2,9	-10,8	-25,1
Edificios completos	3.006,7	2.844,5	2.690,1	2.864,7	3,0	-5,4	-5,4	6,5
De uso residencial	3.909,4	3.985,8	4.119,2	3.711,2	6,7	2,0	3,3	-9,9
De primera residencia	3.781,7	3.926,9	3.993,0	3.673,3	6,0	3,8	1,7	-8,0
De segunda residencia	6.056,2	4.814,6	5.951,0	4.191,3	19,1	-20,5	23,6	-29,6
De uso terciario	2.511,7	2.290,3	2.108,8	4.119,8	-32,2	-8,8	-7,9	95,4
De oficinas	4.111,0	3.165,7	2.474,7	7.477,5	-44,0	-23,0	-21,8	202,2
De uso comercial	1.374,7	1.451,0	1.685,6	2.318,8	-34,5	5,5	16,2	37,6
Industriales	1.275,0	1.333,2	1.351,9	1.237,3	11,9	4,6	1,4	-8,5
Elementos de edificios (b)	272,0	279,8	253,9	241,4	8,4	2,9	-9,3	-4,9
Viviendas	263,6	265,1	242,2	229,4	7,6	0,6	-8,6	-5,3
Situadas en edificios o bloques	232,7	228,5	209,7	198,7	6,5	-1,8	-8,2	-5,2
Unifamiliares	338,0	348,8	322,4	305,5	7,4	3,2	-7,6	-5,2
Oficinas	556,9	591,6	488,0	581,9	16,7	6,2	-17,5	19,2
Locales comerciales	369,7	410,4	359,8	339,9	13,2	11,0	-12,3	-5,5
<b>B SUPERFICIES MEDIAS</b>	<b>Metros cuadrados</b>				<b>Variación anual</b>			
Suelo urbano	14.662,8	19.065,9	17.473,2	16.518,5	10,7	30,0	-8,4	-5,5
Fincas rústicas	203.228,2	178.107,4	189.864,8	177.545,4	0,8	-12,4	6,6	-6,5
Edificios completos	1.934,6	1.956,3	2.074,2	2.332,0	-12,6	1,1	6,0	12,4
De uso residencial	2.119,9	2.280,7	2.402,0	2.353,1	-3,1	7,6	5,3	-2,0
De primera residencia	2.071,5	2.240,2	2.325,5	2.329,0	-3,4	8,1	3,8	0,1
De segunda residencia	2.932,2	2.850,6	3.510,4	2.659,2	4,0	-2,8	23,1	-24,2
De uso terciario	1.139,5	1.035,1	1.104,3	2.347,7	-39,6	-9,2	6,7	112,6
De oficinas	1.574,5	1.123,8	959,9	3.361,7	-51,8	-28,6	-14,6	250,2
De uso comercial	830,3	950,2	1.271,3	1.803,9	-35,0	14,4	33,8	41,9
Industriales	1.688,4	1.843,3	2.094,0	2.066,8	-24,3	9,2	13,6	-1,3
Elementos de edificios (b)	126,3	137,1	138,0	135,9	1,2	8,6	0,6	-1,5
Viviendas	123,8	132,2	133,6	130,8	1,4	6,8	1,1	-2,1
Situadas en edificios o bloques	94,7	98,5	102,2	99,9	-0,2	4,0	3,8	-2,3
Unifamiliares	193,7	209,2	210,8	207,7	0,4	8,0	0,8	-1,5
Oficinas	183,0	206,8	175,3	222,9	-6,2	13,0	-15,2	27,1
Locales comerciales	161,4	186,7	186,9	186,6	-3,7	15,7	0,1	-0,2
<b>C VALORES MEDIOS DEL M<sup>2</sup></b>	<b>Euros por metro cuadrado</b>				<b>Variación anual</b>			
Suelo urbano	185,6	184,2	159,4	139,3	3,6	-0,8	-13,4	-12,7
Fincas rústicas	2,9	3,2	2,7	2,2	-10,7	10,7	-16,3	-19,9
Edificios completos	1.554,2	1.454,0	1.297,0	1.228,4	17,9	-6,4	-10,8	-5,3
De uso residencial	1.844,2	1.747,6	1.715,0	1.577,1	10,1	-5,2	-1,9	-8,0
De primera residencia	1.825,6	1.752,9	1.717,0	1.577,2	9,7	-4,0	-2,1	-8,1
De segunda residencia	2.065,4	1.689,0	1.695,2	1.576,2	14,5	-18,2	0,4	-7,0
De uso terciario	2.204,2	2.212,6	1.909,6	1.754,8	12,2	0,4	-13,7	-8,1
De oficinas	2.611,1	2.817,1	2.578,0	2.224,3	16,0	7,9	-8,5	-13,7
De uso comercial	1.655,8	1.527,2	1.326,0	1.285,4	0,9	-7,8	-13,2	-3,1
Industriales	755,1	723,3	645,6	598,7	47,9	-4,2	-10,7	-7,3
Elementos de edificios (b)	2.152,6	2.040,1	1.839,3	1.776,8	7,1	-5,2	-9,8	-3,4
Viviendas	2.130,2	2.005,6	1.813,2	1.753,6	6,0	-5,8	-9,6	-3,3
Situadas en edificios o bloques	2.458,4	2.319,2	2.050,7	1.990,1	6,7	-5,7	-11,6	-3,0
Unifamiliares	1.744,6	1.667,8	1.529,5	1.471,1	7,0	-4,4	-8,3	-3,8
Oficinas	3.042,6	2.860,7	2.783,6	2.610,1	24,4	-6,0	-2,7	-6,2
Locales comerciales	2.290,7	2.198,8	1.924,6	1.821,4	17,5	-4,0	-12,5	-5,4

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 4 de julio de 2011.

**a** Datos del conjunto de las ST activas en cada año.

**b** Se han seleccionado los objetos inmobiliarios cuyos valores medios son de mayor significación e interés. La información completa disponible para la obtención de los valores medios se presenta en el cuadro A.1 (véanse las notas al mismo).



## DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO, Y DE BIENES INMUEBLES POR FINALIDADES (a)

CUADRO A.3

Datos del ejercicio (miles de millones de euros y porcentaje)

	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO</b>												
<b>NÚMERO TOTAL</b>	<b>1.530,1</b>	<b>1.102,0</b>	<b>1.062,1</b>	<b>977,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-15,1</b>	<b>-28,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-8,0</b>
Entidades de crédito	1.353,8	938,6	873,1	806,9	88,5	85,2	82,2	82,6	-15,9	-30,7	-7,0	-7,6
Bancos (b)	480,6	366,6	370,4	357,0	31,4	33,3	34,9	36,5	-8,7	-23,7	1,0	-3,6
Cajas de ahorros	729,9	480,3	427,5	378,0	47,7	43,6	40,3	38,7	-20,3	-34,2	-11,0	-11,6
Cooperativas de crédito	95,3	67,2	63,3	61,2	6,2	6,1	6,0	6,3	-11,9	-29,5	-5,8	-3,3
EFC	48,0	24,4	11,9	10,6	3,1	2,2	1,1	1,1	-18,3	-49,1	-51,5	-10,2
Otros peticionarios	176,3	163,4	189,1	170,1	11,5	14,8	17,8	17,4	-8,8	-7,3	15,7	-10,0
Seguros, IIC y FF	7,3	27,6	49,5	30,6	0,5	2,5	4,7	3,1	4,9	280,8	79,1	-38,1
Organismos públicos (c)	20,6	22,9	20,2	19,0	1,3	2,1	1,9	1,9	16,4	10,9	-11,8	-5,9
Otros (d)	148,4	112,9	119,4	120,5	9,7	10,2	11,2	12,3	-12,0	-23,9	5,8	0,9
<b>TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD</b>												
<b>NÚMERO TOTAL</b>	<b>1.522,0</b>	<b>1.090,4</b>	<b>1.043,1</b>	<b>964,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-15,2</b>	<b>-28,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>-7,5</b>
Constituir garantías hipotecarias (e)	1.428,6	946,2	830,0	741,6	93,9	86,8	79,6	76,9	-16,6	-33,8	-12,3	-10,7
De las que: por Ley 2/81(f)	1.426,9	943,4	825,4	732,8	93,8	86,5	79,1	76,0	-16,6	-33,9	-12,5	-11,3
Exigidas a EC (g)	2,0	8,1	12,7	8,5	0,1	0,7	1,2	0,9	14,4	304,5	56,4	-33,0
Seguros, IIC y FF (h)	6,3	23,8	40,5	23,7	0,4	2,2	3,9	2,5	103,0	279,6	70,2	-41,5
Otros fines	85,0	112,3	159,8	190,6	5,6	10,3	15,3	19,8	10,0	32,0	42,4	19,6
<b>TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO</b>												
<b>IMPORTE TOTAL</b>	<b>844,0</b>	<b>686,1</b>	<b>568,9</b>	<b>450,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-18,7</b>	<b>-17,1</b>	<b>-20,8</b>
Entidades de crédito	621,3	447,5	362,0	287,0	73,6	65,2	63,6	63,7	-6,1	-28,0	-19,1	-20,7
Bancos (b)	211,1	176,5	162,1	123,7	25,0	25,7	28,5	27,5	-2,2	-16,4	-8,2	-23,7
Cajas de ahorros	367,5	242,2	178,7	144,0	43,5	35,3	31,4	32,0	-7,9	-34,1	-26,2	-19,4
Cooperativas de crédito	32,7	23,3	18,6	17,4	3,9	3,4	3,3	3,9	-8,3	-28,7	-20,2	-6,6
EFC	10,0	5,5	2,7	2,0	1,2	0,8	0,5	0,4	-13,0	-45,5	-51,1	-26,0
Otros peticionarios	222,8	238,6	206,8	163,4	26,4	34,8	36,4	36,3	11,1	7,1	-13,3	-21,0
Seguros, IIC y FF	13,2	18,3	19,0	14,7	1,6	2,7	3,3	3,3	34,6	39,0	3,7	-22,7
Organismos públicos (c)	6,7	5,7	7,2	6,4	0,8	0,8	1,3	1,4	22,2	-15,5	27,1	-11,3
Otros (d)	202,9	214,7	180,7	142,3	24,0	31,3	31,8	31,6	9,5	5,8	-15,8	-21,2
<b>TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD</b>												
<b>IMPORTE TOTAL</b>	<b>834,0</b>	<b>682,8</b>	<b>563,5</b>	<b>445,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>-18,1</b>	<b>-17,5</b>	<b>-21,0</b>
Constituir garantías hipotecarias (e)	695,5	502,3	393,5	283,2	83,4	73,6	69,8	63,6	-6,9	-27,8	-21,7	-28,0
De las que: por Ley 2/81(f)	692,7	499,5	391,3	279,6	83,1	73,1	69,4	62,8	-6,1	-27,9	-21,7	-28,6
Exigidas a EC (g)	1,9	3,9	5,1	6,9	0,2	0,6	0,9	1,5	85,0	111,9	29,1	34,9
Seguros, IIC y FF (h)	9,4	14,4	16,9	11,7	1,1	2,1	3,0	2,6	4,1	54,1	17,3	-30,7
Otros fines	127,3	162,1	148,0	143,5	15,3	23,7	26,3	32,2	31,5	27,3	-8,7	-3,0

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 4 de julio de 2011.

a Datos del conjunto de las ST activas en cada año.

b Incluye el Instituto de Crédito Oficial (ICO).

c Incluye la Administración Central, las Comunidades Autónomas, Corporaciones Locales, entidades gestoras de la Seguridad Social y organismos autónomos administrativos, comerciales o industriales.

d Incluye otras personas físicas y jurídicas, entre ellas las empresas públicas.

e Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no.

f Préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda del capítulo II del Real Decreto 685/1982, y en la Orden de 30 de noviembre de 1994, de desarrollo de la Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario.

g Requeridas por las normas contables que rigen las entidades de crédito.

h Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de IIC inmobiliarias y el de fondos de pensiones.

## DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES DE BIENES INMUEBLES POR CCAA Y TAMAÑO DE LOS MUNICIPIOS (a)

CUADRO A.4

Datos del ejercicio (miles de millones de euros y porcentaje)

NÚMERO	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>TOTAL</b>	<b>1.522,0</b>	<b>1.090,4</b>	<b>1.043,1</b>	<b>964,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-15,2</b>	<b>-28,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>-7,5</b>
Andalucía (b)	297,2	207,3	193,5	178,9	19,5	19,0	18,6	18,6	-12,7	-30,2	-6,6	-7,5
Aragón	35,7	26,7	26,0	24,1	2,3	2,4	2,5	2,5	-13,9	-25,3	-2,5	-7,1
Asturias	28,4	20,1	17,5	17,5	1,9	1,8	1,7	1,8	-7,6	-29,0	-13,2	-
Baleares	43,8	30,4	28,2	26,4	2,9	2,8	2,7	2,7	-14,6	-30,6	-7,4	-6,3
Canarias	76,8	51,9	44,9	42,3	5,0	4,8	4,3	4,4	-14,2	-32,4	-13,4	-5,9
Cantabria	17,0	12,8	12,5	12,2	1,1	1,2	1,2	1,3	-15,5	-25,0	-2,0	-2,7
Castilla-La Mancha	72,4	52,0	45,7	44,7	4,8	4,8	4,4	4,6	-6,3	-28,2	-12,1	-2,3
Castilla y León	65,1	50,7	47,5	48,1	4,3	4,7	4,6	5,0	-7,6	-22,2	-6,2	1,1
Cataluña	262,4	170,9	156,8	148,8	17,2	15,7	15,0	15,4	-25,0	-34,9	-8,3	-5,0
Extremadura	24,5	19,4	18,5	18,1	1,6	1,8	1,8	1,9	-11,8	-21,0	-4,4	-2,4
Galicia	61,1	47,7	46,3	47,0	4,0	4,4	4,4	4,9	-7,2	-22,0	-2,8	1,4
La Rioja	9,4	7,7	8,3	7,0	0,6	0,7	0,8	0,7	-14,0	-18,5	6,6	-15,4
Madrid	182,3	140,1	149,6	131,5	12,0	12,8	14,3	13,6	-14,9	-23,2	6,8	-12,1
Murcia	57,6	42,4	41,7	35,1	3,8	3,9	4,0	3,6	-14,2	-26,4	-1,5	-15,9
Navarra	18,8	16,8	17,3	13,6	1,2	1,5	1,7	1,4	-13,6	-10,6	2,8	-21,3
País Vasco	49,7	40,6	40,0	40,8	3,3	3,7	3,8	4,2	-8,0	-18,4	-1,4	1,9
Valencia	218,4	151,5	147,4	127,4	14,4	13,9	14,1	13,2	-16,3	-30,6	-2,7	-13,6
Extranjero	1,4	1,5	1,3	1,0	—	0,1	0,1	0,1	-2,9	8,5	-10,1	-24,5
PRO MEMORIA: Municipios españoles												
Madrid y Barcelona	122,2	92,7	95,3	90,7	8,0	8,5	9,1	9,4	-14,9	-24,2	2,8	-4,8
Otros de más de 500.000 hab.	98,6	52,9	54,3	51,5	6,5	4,9	5,2	5,3	-16,7	-46,3	2,5	-5,2
Otros de más de 100.000 hab.	360,9	250,4	247,1	236,0	23,7	23,0	23,7	24,5	-13,0	-30,6	-1,4	-4,5
Resto de municipios	938,9	692,9	645,1	585,2	61,7	63,5	61,8	60,7	-15,9	-26,2	-6,9	-9,3
<b>IMPORTE</b>	<b>Miles de millones de euros</b>				<b>Estructura</b>				<b>Variación anual</b>			
<b>TOTAL</b>	<b>834,0</b>	<b>682,8</b>	<b>563,5</b>	<b>445,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>-18,1</b>	<b>-17,5</b>	<b>-21,0</b>
Andalucía (b)	151,2	114,7	99,6	76,3	18,1	16,8	17,7	17,1	-6,3	-24,1	-13,2	-23,3
Aragón	20,3	18,1	15,0	12,5	2,4	2,7	2,7	2,8	-10,2	-10,8	-17,3	-16,5
Asturias	12,1	9,2	7,2	5,9	1,5	1,3	1,3	1,3	25,2	-24,2	-21,5	-18,2
Baleares	26,1	20,9	17,6	14,0	3,1	3,1	3,1	3,1	-0,4	-20,0	-15,9	-20,4
Canarias	33,2	24,6	19,1	16,4	4,0	3,6	3,4	3,7	-3,3	-26,0	-22,5	-13,7
Cantabria	8,0	6,5	5,1	4,2	1,0	1,0	0,9	0,9	-18,1	-17,8	-22,8	-17,8
Castilla-La Mancha	41,2	27,8	21,2	16,4	4,9	4,1	3,8	3,7	8,7	-32,6	-23,7	-22,7
Castilla y León	32,0	25,9	21,8	17,7	3,8	3,8	3,9	4,0	8,2	-19,1	-15,8	-18,6
Cataluña	150,2	108,0	93,1	73,9	18,0	15,8	16,5	16,6	-11,1	-28,0	-13,8	-20,6
Extremadura	7,9	7,1	6,7	4,8	0,9	1,0	1,2	1,1	-1,5	-10,0	-5,6	-28,3
Galicia	25,6	19,6	16,4	13,9	3,1	2,9	2,9	3,1	4,9	-23,3	-16,3	-15,0
La Rioja	5,0	4,6	3,9	3,0	0,6	0,7	0,7	0,7	-4,2	-7,2	-15,6	-23,6
Madrid	145,2	151,9	116,5	91,6	17,4	22,3	20,7	20,6	4,0	4,7	-23,3	-21,4
Murcia	35,9	28,1	21,1	16,1	4,3	4,1	3,7	3,6	4,6	-21,6	-24,9	-23,5
Navarra	9,2	7,4	6,0	5,2	1,1	1,1	1,1	1,2	0,2	-19,2	-19,3	-13,7
País Vasco	25,9	27,4	23,3	20,1	3,1	4,0	4,1	4,5	-4,7	5,6	-14,9	-13,6
Valencia	95,9	72,5	63,7	48,1	11,5	10,6	11,3	10,8	-6,6	-24,4	-12,2	-24,5
Extranjero	9,1	8,3	6,3	5,0	1,1	1,2	1,1	1,1	211,6	-9,1	-24,3	-20,2
PRO MEMORIA: Municipios españoles												
Madrid y Barcelona	106,6	115,4	83,9	72,0	12,8	16,9	14,9	16,2	8,5	8,3	-27,3	-14,2
Otros de más de 500.000 hab.	51,7	38,5	36,7	25,6	6,2	5,6	6,5	5,7	-5,6	-25,5	-4,7	-30,3
Otros de más de 100.000 hab.	185,2	151,0	130,9	102,3	22,2	22,1	23,2	23,0	2,1	-18,4	-13,4	-21,8
Resto de municipios	481,3	369,5	305,7	240,3	57,7	54,1	54,3	54,0	-6,8	-23,2	-17,3	-21,4

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 4 de julio de 2011.

- a Datos del conjunto de las ST activas en cada año.  
b Incluye Ceuta y Melilla.

## DEPENDENCIA DE LAS SOCIEDADES DE TASACIÓN RESPECTO DE SUS CLIENTES (a)

CUADRO A.5

Número y porcentaje

Agrupaciones según aportación del cliente principal a los ingresos ordinarios (b)	Número de ST				Ingresos ordinarios, en porcentaje				Peso del primer cliente y de los que suponen, al menos, el 15 %			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
	<b>Total ST activas</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>38,2</b>	<b>33,4</b>	<b>32,5</b>
Relacionadas con EC (c)	13	12	12	11	51,8	48,8	46,8	19,1	46,4	40,9	40,8	82,3
Cliente principal => 50 %	18	16	18	18	3,9	4,0	4,5	5,2	86,2	80,0	80,4	76,7
Cliente principal => 25 % y < 50 %	12	12	9	11	25,0	26,0	23,0	20,8	32,3	28,2	27,8	31,2
Cliente principal => 15 % y < 25 %	7	7	7	6	7,8	4,9	6,1	5,6	19,3	23,8	19,4	20,6
Resto	5	9	8	9	11,5	16,4	19,6	49,4	10,9	10,4	11,5	9,1

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 4 de julio de 2011.

a Datos del conjunto de las ST activas en cada año.

b Se han clasificado según la importancia relativa del cliente principal, si bien hay entidades donde otros clientes, distintos del principal, superan el 15 % de los ingresos ordinarios de cada año.

c Se incluyen las filiales y las participadas por EC. En bastantes casos, el socio mayoritario es, al mismo tiempo, el cliente principal.

## BALANCE Y RESULTADOS DE LAS SOCIEDADES DE TASACIÓN E INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA (a)

CUADRO A.6

Datos a fin de ejercicio y resultados del ejercicio (miles de euros y porcentaje)

	Miles de euros				Estructura				Variación anual			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>BALANCE</b>												
<b>Activo total = Pasivo total</b>	<b>254.193</b>	<b>233.554</b>	<b>224.867</b>	<b>187.232</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-7,2</b>	<b>-8,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-16,7</b>
Circulante	158.720	154.703	147.815	116.838	62,4	66,2	65,7	62,4	-14,9	-2,5	-4,5	-21,0
Inmovilizado	84.839	70.302	70.248	65.776	33,4	30,1	31,2	35,1	12,7	-17,1	—	-6,4
Fondos propios	95.760	112.334	114.201	82.904	37,7	48,1	50,8	44,3	14,2	17,3	1,7	-27,4
Acreedores	105.604	91.391	82.965	82.452	41,5	39,1	36,9	44,0	-17,7	-13,5	-9,2	-0,6
Resultados	50.936	27.269	24.390	16.056	20,0	11,7	10,8	8,6	-13,7	-46,5	-10,6	-34,2
<b>CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS</b>												
<b>1 Ingresos</b>	<b>552.553</b>	<b>431.172</b>	<b>378.074</b>	<b>324.937</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-7,9</b>	<b>-22,0</b>	<b>-12,3</b>	<b>-14,1</b>
Por tasación de inmuebles	519.926	394.111	346.736	292.894	94,1	91,4	91,7	90,1	-8,9	-24,2	-12,0	-15,5
Constituir garantías hipotecarias (b)	473.772	331.523	278.405	221.863	85,7	76,9	73,6	68,3	-10,5	-30,0	-16,5	-20,3
Exigidas a EC (c)	698	1.670	2.555	1.257	0,1	0,4	0,7	0,4	69,8	139,3	51,9	-50,8
Seguros, IIC y FF (d)	3.052	3.628	5.057	3.441	0,6	0,8	1,3	1,1	37,7	18,9	39,2	-32,0
Otros fines (e)	42.399	57.336	62.562	66.332	7,7	13,3	16,5	20,4	8,1	35,3	8,5	6,0
Por otros servicios	23.853	27.351	26.020	25.936	4,3	6,3	6,9	8,0	7,9	14,6	-4,8	-0,3
Financieros	5.439	6.230	2.595	2.616	1,0	1,4	0,7	0,8	56,8	14,5	-58,3	0,8
Otros	3.338	3.510	2.725	3.491	0,6	0,8	0,7	1,1	-8,1	5,2	-22,4	28,1
<b>2 Gastos</b>	<b>-476.663</b>	<b>-387.876</b>	<b>-336.135</b>	<b>-301.715</b>	<b>-86,3</b>	<b>-90,0</b>	<b>-88,9</b>	<b>-92,9</b>	<b>-5,7</b>	<b>-18,6</b>	<b>-13,3</b>	<b>-10,2</b>
De personal	-77.056	-75.471	-70.652	-67.829	-13,9	-17,5	-18,7	-20,9	13,2	-2,1	-6,4	-4,0
Por servicios profesionales	-329.386	-247.369	-209.764	-174.459	-59,6	-57,4	-55,5	-53,7	-9,8	-24,9	-15,2	-16,8
De los que: tasadores	-265.834	-196.284	-161.476	-128.542	-48,1	-45,5	-42,7	-39,6	-10,7	-26,2	-17,7	-20,4
Otros generales	-58.691	-51.024	-43.723	-50.079	-10,6	-11,8	-11,6	-15,4	-5,0	-13,1	-14,3	14,5
Financieros	-1.459	-1.809	-1.591	-1.645	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	31,9	24,0	-12,1	3,4
Amortización y provisiones	-10.071	-12.203	-10.405	-7.703	-1,8	-2,8	-2,8	-2,4	7,8	21,2	-14,7	-26,0
<b>3 Resultados ordinarios</b>	<b>75.890</b>	<b>43.296</b>	<b>41.939</b>	<b>23.222</b>	<b>13,7</b>	<b>10,0</b>	<b>11,1</b>	<b>7,1</b>	<b>-20,1</b>	<b>-42,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>-44,6</b>
<b>4 Resultados extraordinarios</b>	<b>-513</b>	<b>-2.157</b>	<b>-6.977</b>	<b>-266</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-88,7</b>	<b>320,5</b>	<b>223,5</b>	<b>-96,2</b>
<b>5 Resultados antes de impuestos</b>	<b>75.377</b>	<b>41.139</b>	<b>34.962</b>	<b>22.956</b>	<b>13,6</b>	<b>9,5</b>	<b>9,2</b>	<b>7,1</b>	<b>-16,6</b>	<b>-45,4</b>	<b>-15,0</b>	<b>-34,3</b>
<b>6 Impuestos</b>	<b>-24.434</b>	<b>-13.873</b>	<b>-10.567</b>	<b>-6.900</b>	<b>-4,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>-22,2</b>	<b>-43,2</b>	<b>-23,8</b>	<b>-34,7</b>
<b>7 Resultado contable</b>	<b>50.936</b>	<b>27.269</b>	<b>24.390</b>	<b>16.056</b>	<b>9,2</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>	<b>4,9</b>	<b>-13,7</b>	<b>-46,5</b>	<b>-10,6</b>	<b>-34,2</b>

	Número				Variación anual			
<b>INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA</b>								
Sociedades de tasación	57	56	54	55	1,8	-1,8	-3,6	1,9
Filiales de EC (f)	9	8	8	8	—	-11,11	—	—
Participadas por EC	4	4	4	3	—	—	—	-25,0
Otras	42	44	42	44	-2,3	4,8	-4,5	4,8
Inactivas	2	—	—	—	—	—	—	—
Empleados en plantilla de ST	2.069	1.809	1.748	1.660	2,6	-12,6	-3,4	-5,0
Tasadores	9.727	8.917	8.407	8.162	-1,6	-8,3	-5,7	-2,9
Vinculados	559	552	550	527	0,7	-1,3	-0,4	-4,2
No vinculados	9.168	8.365	7.857	7.635	-1,8	-8,8	-6,1	-2,8
Sucursales o delegaciones de ST	349	318	298	288	4,5	-8,9	-6,3	-3,4

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 4 de julio de 2011.

- a Datos del conjunto de las ST activas en cada año.
- b Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no. Básicamente, préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda del capítulo II del Real Decreto 685/1982, y en la Orden de 30 de noviembre de 1994.
- c Requeridas por las normas contables que rigen a las entidades de crédito.
- d Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de instituciones de inversión colectiva inmobiliarias y el de fondos de pensiones.
- e Incluye los expedientes de expropiación, los seguros de daños y otros no incluidos en los epígrafes, por responder, por ejemplo, a requerimientos de registradores mercantiles, de auditores, etc.; además, contiene pequeñas discrepancias, debidas a que la información de detalle se recoge en un impreso distinto.
- f Sociedades en las que una EC es accionista mayoritario.



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

## Introducción

Durante el segundo trimestre de 2011 se han promulgado nuevas disposiciones de carácter financiero, lo que supone un número relativamente reducido en relación con períodos anteriores.

En el ámbito de las entidades financieras, se ha modificado la normativa de solvencia para adaptarla parcialmente a la reciente legislación comunitaria. También se ha aprovechado para introducir un nuevo régimen de contribuciones adicionales al fondo de garantía de depósitos (FGD) de las entidades de crédito basado en la remuneración de estos instrumentos.

Asimismo, se ha adaptado la normativa sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores a la comunitaria, en especial para dar reconocimiento a los llamados «sistemas interoperables» y extender a los mismos las normas sobre la firmeza de las liquidaciones de las órdenes de transferencia.

En el área comunitaria, cabe reseñar cuatro disposiciones: la modificación de la normativa sobre TARGET, con el fin de que el BCE pueda facilitar crédito a un día a ciertas entidades de contrapartida que carecen de licencia de entidad de crédito; la regulación de las fusiones de las sociedades anónimas, con el objetivo de homogeneizar la protección de los intereses de los socios y de terceros que en estos procesos se ofrece en los Estados miembros; la actualización de la normativa sobre la adquisición de billetes en euros, y la modificación del reglamento comunitario sobre las agencias de calificación crediticia (ACC), en el que se incorporan las funciones adquiridas por la nueva Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados.

Dentro del mercado de valores, se reseñan tres disposiciones: la adaptación de nuestro ordenamiento jurídico a la normativa comunitaria sobre las ACC, la introducción de ciertas modificaciones sobre la información que deben facilitar las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras inscritas en los Registros de la CNMV, y la actualización de las categorías de las IIC en función de su vocación inversora.

Finalmente, se ha promulgado una nueva ley sobre contratos de crédito al consumo que incorpora en nuestro ordenamiento jurídico la reciente legislación europea sobre esta materia.

## Recursos propios de las entidades financieras y fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito: modificación de la normativa

Se ha publicado la *Ley 6/2011, de 11 de abril* (BOE del 12), por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo<sup>1</sup>, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio<sup>2</sup>, del Mercado de Valores, y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio<sup>3</sup>, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas.

<sup>1</sup> Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1985», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1985, Banco de España, pp. 51 y 52.

<sup>2</sup> Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62.

<sup>3</sup> Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1986», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1986, Banco de España, pp. 45 y 46.

La Ley tiene como objeto iniciar la trasposición de la Directiva 2009/111/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican 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.

Más recientemente, se ha publicado el *Real Decreto 771/2011, de 3 de junio* (BOE del 4 de junio), por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero<sup>4</sup>, de recursos propios de las entidades financieras, y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre<sup>5</sup>, sobre el FGD de las entidades de crédito.

Este Real Decreto tiene por objeto desarrollar la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, y la Ley 6/2011, de 11 de abril. Asimismo, avanza en el proceso de transposición de la Directiva 2009/111/CE, y de la Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre<sup>6</sup>, por la que se modifican las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración.

Además, se aprovecha para introducir un nuevo régimen de aportación adicional al FGD de las entidades de crédito basado en la remuneración de los depósitos, en línea con las previsiones que en esta materia se están llevando a cabo en el ámbito europeo.

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

#### TITULIZACIÓN

La Ley 6/2011 introduce la obligación para las entidades de crédito y para las empresas de servicios de inversión (ESI) de cumplir con determinados requisitos para permitirles la exposición a posiciones de titulización, así como para iniciarla.

Dichos requisitos están detallados en el Real Decreto 771/2011, de forma que una entidad de crédito que no sea originadora, patrocinadora o acreedora original solamente podrá exponerse al riesgo de crédito de una posición de titulización en su cartera de negociación o fuera de ella si dicha entidad ha informado de manera explícita a la entidad de crédito de que se dispone a retener, de manera constante, un interés económico neto significativo.

A estos efectos, se entenderá por interés económico significativo: a) la retención de un 5 %, como mínimo, del valor nominal de cada uno de los tramos vendidos o transferidos a los inversores; b) la retención del interés de la originadora del 5 %, como mínimo, del valor nominal de las exposiciones titulizadas en el caso de las titulizaciones de exposiciones renovables<sup>7</sup>; c) la retención de exposiciones elegidas al azar, equivalente al 5 %, como mínimo, del importe nominal de las exposiciones titulizadas, siempre y cuando el número de exposiciones potencialmente titulizadas no sea inferior a 100 en el origen, o d) la retención del tramo de primera pérdida y, en caso necesario, otras fracciones que tengan un perfil de riesgo similar o superior a las transferidas o vendidas a los inversores, y que no

4 Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, abril de 2008, Banco de España, pp. 155-161.

5 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1996», *Boletín Económico*, enero de 1997, Banco de España, pp. 106-109.

6 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010», *Boletín Económico*, enero de 2011, Banco de España, pp. 175-177.

7 Las titulizaciones de exposiciones renovables son aquellas en las que los inversores asumen completamente el riesgo derivado de todas las disposiciones que los prestatarios puedan realizar en el futuro, quedando la entidad originadora exenta de todo riesgo que pueda derivarse de la activación de la cláusula de amortización anticipada.

venzan antes que las transferidas o vendidas a los inversores, de modo que la retención equivalga en total al 5 %, como mínimo, del valor nominal de las exposiciones titulizadas.

El Banco de España podrá precisar las condiciones de aplicación de esta norma, así como la forma en que esas entidades comunicarán a los inversores su compromiso de retención. Esta comunicación deberá permitirles acceder fácilmente a todos los datos pertinentes sobre las exposiciones. Asimismo, el Banco de España podrá decidir la suspensión temporal de los requisitos mencionados durante períodos de crisis general de liquidez en el mercado.

Como excepción a lo anterior, no se aplicará esta normativa cuando las exposiciones titulizadas constituyan créditos frente a créditos garantizados de forma incondicional e irrevocable por: a) las Administraciones centrales o los bancos centrales; b) las Administraciones regionales, las autoridades locales y las entidades del sector público de los Estados miembros; c) las instituciones a las que se asigne una ponderación de riesgo del 50 % o inferior, con arreglo a lo previsto en el Real Decreto 216/2008, y d) los bancos multilaterales de desarrollo.

Además, se establecen una serie de obligaciones de seguimiento e información de las entidades que invierten en instrumentos de titulización. Así, las entidades de crédito deberán conocer todas y cada una de sus posiciones en este tipo de activos, y demostrar que han aplicado en ellas las políticas y los procedimientos formales adecuados a su cartera de negociación y a sus operaciones fuera de ella en relación con el perfil de riesgo de sus inversiones. Para cumplir esta obligación, el Banco de España determinará los elementos que, como mínimo, deberán examinar y consignar las entidades, incluidas las pruebas de resistencia, y el modo de realizarlo.

Las entidades de crédito originadoras y patrocinadoras aplicarán a las exposiciones que vayan a titular los mismos criterios de concesión y gestión de créditos que apliquen a las exposiciones que vayan a mantener en su cartera, de conformidad con los criterios técnicos sobre la organización y el tratamiento del riesgo que establezca el Banco de España. Además, comunicarán a los inversores el nivel de su compromiso de mantener un interés económico neto en la titulización. Asimismo, se cerciorarán de que los posibles inversores puedan acceder fácilmente a todos los datos pertinentes en los términos que prevea el Banco de España.

Finalmente, se establecen las consecuencias del incumplimiento de las obligaciones con respecto a las posiciones de titulización. En el supuesto de que una entidad de crédito no cumpla las obligaciones de comunicación de su compromiso de retención, la ponderación de riesgo de sus exposiciones en titulización se incrementará, siendo el Banco de España quien determine el alcance de dicho aumento y la forma de aplicarlo. En el caso de que no se cumplan las condiciones de diligencia debida que establezca el Banco de España, la entidad de crédito originadora no podrá excluir las exposiciones titulizadas en el cálculo de sus requisitos de capital.

MODIFICACIÓN  
DE LOS REQUISITOS  
PARA LA COMPUTABILIDAD  
DE LAS PARTICIPACIONES  
PREFERENTES COMO  
RECURSOS PROPIOS

Con el fin de adecuar el régimen jurídico de las participaciones preferentes de las entidades de crédito<sup>8</sup> a los requerimientos internacionales establecidos para garantizar que son un instrumento efectivo para cumplir con los requisitos de solvencia, se introducen ciertas novedades en nuestra normativa.

En concreto, en las condiciones de emisión no se podrán contemplar incentivos a la amortización anticipada, y se deberá fijar la remuneración que tendrán derecho a per-

<sup>8</sup> El régimen de las participaciones preferentes se hace extensible a las ESI, de forma que las menciones realizadas al Banco de España y a las entidades de crédito se entenderán, respectivamente, realizadas a la CNMV y a las ESI.



cibir sus tenedores, manteniéndose condicionada a la existencia de beneficios o reservas distribuibles. Se introduce la facultad del consejo de administración, u órgano equivalente, de la entidad de crédito emisora o matriz para cancelar, discrecionalmente, cuando lo considere necesario, el pago de la remuneración durante un período ilimitado, sin efecto acumulativo, así como la cancelación del pago si la entidad de crédito emisora o matriz, o su grupo o subgrupo consolidable, no cumplen con los requerimientos de recursos propios exigibles. En todo caso, el Banco de España podrá exigir la cancelación del pago de la remuneración basándose en la situación financiera y la solvencia de la entidad de crédito emisora o matriz, o en la de su grupo o subgrupo consolidable.

Además, se deberá establecer un mecanismo que asegure la participación de sus tenedores en la absorción de las pérdidas corrientes o futuras de la entidad emisora o dominante, que deberá consignarse con suficiente claridad, y que no menoscabe eventuales procesos de recapitalización, ya sea mediante la conversión de las participaciones en acciones ordinarias, cuotas participativas o aportaciones al capital de las cooperativas de crédito, o mediante la reducción de su valor nominal.

El mecanismo deberá aplicarse cuando se produzca alguna de las siguientes circunstancias: a) cuando la entidad emisora o matriz, o su grupo o subgrupo consolidable, presenten una ratio de recursos propios básicos, calculada en la misma forma que el coeficiente de solvencia, inferior al 4 % (el Banco de España podrá establecer cualquier otra ratio de solvencia siempre que resulte más exigente), o b) cuando, disponiendo de una ratio de recursos propios básicos inferior al 6 %, la entidad emisora o matriz, o su grupo o subgrupo consolidable, presenten pérdidas contables significativas<sup>9</sup>.

En el caso de que el mecanismo sea la conversión en acciones ordinarias, cuotas participativas o aportaciones al capital de las cooperativas de crédito, de la entidad de crédito emisora o matriz, el emisor deberá permitir la conversión inmediata y contar con una relación de canje que establezca un suelo al número y nominal de acciones a entregar. Cuando el mecanismo esté constituido por una reducción en el valor nominal de las participaciones preferentes, las pérdidas que sufra el emisor se repartirán entre el conjunto de su capital y reservas, de una parte, y el conjunto de las participaciones preferentes en circulación, de otra.

El Banco de España podrá concretar las condiciones de conversión de las participaciones preferentes, de acuerdo con los criterios señalados, y la forma de determinar las pérdidas y el resto de indicadores mencionados, especialmente en el caso de emisiones garantizadas por diversas entidades, sobre la base de que los citados mecanismos de absorción de pérdidas no menoscaben eventuales procesos de recapitalización.

Por otro lado, se mantiene que el importe nominal en circulación de las participaciones preferentes no podrá ser superior al 30 % de los recursos propios básicos del grupo o subgrupo consolidable al que pertenece la entidad dominante de la filial emisora, incluido el importe de la propia emisión, sin perjuicio de las limitaciones adicionales que puedan establecerse a efectos de solvencia. No obstante, a partir de ahora, el Banco de España podrá modificar dicho porcentaje, si bien no podrá ser nunca mayor del 35 %.

---

<sup>9</sup> Se entenderá que existen pérdidas significativas cuando las acumuladas en el conjunto de los últimos cuatro trimestres cerrados hayan reducido el capital y las reservas previas de la entidad en un tercio.

Las participaciones preferentes siguen teniendo carácter perpetuo y se mantiene la posibilidad de que el emisor pueda acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su desembolso, previa autorización del Banco de España. A partir de ahora, se condiciona esta autorización a que no se vea afectada la situación financiera, ni la solvencia de la entidad de crédito, o de su grupo o subgrupo consolidable. También podrá condicionarse a que la entidad sustituya las participaciones preferentes amortizadas por elementos de capital computables de igual o superior calidad.

En este sentido, el Banco de España podrá conceder autorización, en cualquier momento, para el reembolso anticipado de instrumentos con o sin vencimiento en el supuesto de que se produzca una modificación en el régimen fiscal o de computabilidad como recursos propios de dichos instrumentos que no estuviera prevista en la fecha de emisión.

El pago de la remuneración podrá ser sustituido, si así lo establecen las condiciones de la emisión, por la entrega de acciones ordinarias de los bancos o cuotas participativas de las cajas de ahorros o aportaciones al capital de las cooperativas de crédito, siempre que ello permita a la entidad preservar sus recursos financieros.

Esta entrega de instrumentos de capital solo será admisible si da lugar al mismo resultado económico que la cancelación, esto es, si no implica reducción del capital de la entidad<sup>10</sup>, y el emisor tiene una total discrecionalidad para no pagar la remuneración en efectivo y, además, puede cancelar la entrega de los instrumentos de capital cuando sea necesario.

Finalmente, se desarrolla el régimen transitorio previsto en la Ley 6/2011, de modo que las participaciones preferentes emitidas con anterioridad a la entrada en vigor de dicha Ley (el pasado 13 de abril) y que no cumplan los requisitos ahora establecidos podrán continuar computándose como recursos propios de las entidades de crédito y sus grupos, con sujeción a determinados límites que vienen detallados en el Real Decreto 771/2011.

#### MODIFICACIÓN DE LOS LÍMITES A LOS GRANDES RIESGOS

En líneas generales, se mantiene el límite de que el valor de todos los riesgos que una entidad de crédito contraiga con un cliente (entidad o grupo económico) no pueda exceder del 25 % de sus recursos propios.

Cuando ese cliente sea una entidad de crédito o una ESI, o cuando el grupo económico incluya una o varias entidades de crédito o ESI, el valor de todos los riesgos no podrá rebasar el 25 % de los recursos propios de la entidad de crédito o 150 millones de euros (si esta cuantía fuera más elevada), siempre y cuando el total de las exposiciones frente a todos los clientes del grupo económico (que no sean entidades de crédito o empresas de servicios de inversión) no rebase el 25 % de los recursos propios de la entidad de crédito.

Cuando el importe de 150 millones de euros sea superior al 25 % de los recursos propios, de acuerdo con las políticas y procedimientos para gestionar y controlar el riesgo de concentración, la entidad de crédito deberá establecer un límite razonable, en términos de sus recursos propios, al valor de la exposición. Este límite no será superior al 100 % de los recursos propios de la entidad de crédito.

<sup>10</sup> Solo se considerará que da lugar al mismo resultado económico que la cancelación si el pago en especie se realiza con instrumentos de capital emitidos al efecto y la obligación del emisor se limita a la emisión de dichos instrumentos, pero no existe compromiso alguno por su parte, o por parte de alguna de las empresas de su grupo económico, de encontrar compradores para los mismos o de asumir cualesquiera riesgos vinculados a la venta o al valor de los instrumentos entregados.

Desaparece el límite anterior de que el conjunto de los grandes riesgos no podía superar el 800 % de los recursos propios de la entidad de crédito.

Dentro de las excepciones a los límites a los grandes riesgos establecidas en la anterior normativa, también desaparecen: 1) las participaciones en determinadas entidades aseguradoras hasta un máximo del 40 % de los recursos propios, y 2) los activos frente a determinadas Administraciones centrales y bancos centrales de países que estén denominados y financiados en la moneda nacional del prestatario.

#### MODIFICACIÓN DE LA POLÍTICA DE GESTIÓN DEL RIESGO DE LIQUIDEZ

Se introduce un cambio sustancial en la política de gestión de riesgos de las entidades de crédito y, en concreto, del riesgo de liquidez. El Banco de España efectuará periódicamente una evaluación de la gestión global de este riesgo y promoverá el desarrollo de sólidas metodologías internas. En sus evaluaciones, tomará en consideración el papel desempeñado por las entidades de crédito en los mercados financieros. No obstante, el Banco de España detallará la forma y el procedimiento con los que llevará a cabo tales evaluaciones.

Las entidades de crédito deberán establecer estrategias, políticas y procedimientos y sistemas sólidos para la identificación, medición, gestión y seguimiento del riesgo de liquidez sobre un conjunto adecuado de horizontes temporales, incluido el intradía, con objeto de garantizar que las entidades de crédito mantengan un nivel apropiado de liquidez. Dichas estrategias y procedimientos se adecuarán a las líneas de negocio, divisas y entidades e incluirán mecanismos apropiados de asignación de los costes de liquidez, los beneficios y los riesgos.

Las entidades de crédito estudiarán distintas herramientas de reducción del riesgo de liquidez. En particular, un sistema de límites y reservas de liquidez que permitan afrontar diversas situaciones de tensión, y una estructura de financiación, así como el acceso a fuentes de financiación adecuadamente diversificadas. Estas medidas se someterán a revisión periódica.

Al igual que en la normativa anterior, se estudiarán escenarios alternativos y se revisarán periódicamente los supuestos en los que se basen las decisiones relativas a la posición neta de financiación.

Finalmente, las entidades de crédito ajustarán sus estrategias, políticas internas y límites en relación con el riesgo de liquidez y elaborarán planes de emergencia efectivos, atendiendo a los resultados de los escenarios alternativos que elaboren.

#### POLÍTICAS DE REMUNERACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

En consonancia con la transposición de la Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre, las entidades de crédito deberán aplicar ciertos requisitos en materia de remuneraciones a las categorías de empleados cuyas actividades profesionales inciden de manera significativa en su perfil de riesgo, a nivel de grupo, sociedad matriz y filial.

Entre otros requisitos, cabe reseñar los siguientes: a) la presentación al Banco de España de una lista indicando las categorías de los citados empleados; b) la compatibilidad de la política de remuneración con una gestión adecuada y eficaz del riesgo, sin ofrecer incentivos para asumir riesgos que rebasen el nivel de riesgo tolerado por la entidad de crédito, e incluirán medidas para evitar los conflictos de intereses; c) los principios generales de la política de remuneración serán establecidos y revisados periódicamente por el órgano de dirección, al menos una vez al año, y se realizará una evaluación interna central e indepen-

diente de la aplicación de la política de remuneración, al objeto de verificar si se cumplen las pautas y los procedimientos de remuneración adoptados; d) la independencia del personal que ejerza funciones de control dentro de la entidad de crédito respecto a las unidades de negocio que supervise, siendo remunerado en función de la consecución de los objetivos relacionados con sus funciones, y e) la remuneración de los altos directivos encargados de la gestión de riesgos y con funciones de cumplimiento será supervisada directamente por un comité de remuneración o, de no haberse creado, por el órgano de dirección correspondiente.

Por otro lado, se regula el diseño de los esquemas de remuneración, que deberá presentar una relación equilibrada y eficiente entre los componentes fijos y los variables. Los componentes variables de la remuneración deberán tener la flexibilidad suficiente para permitir su modulación hasta el punto de que sea posible suprimir totalmente la remuneración variable.

A estos efectos, el Banco de España podrá establecer criterios específicos para la determinación de la relación apropiada entre los componentes fijos y variables. Los componentes variables de la remuneración deberán crear incentivos que se ajusten a los intereses a largo plazo de la entidad, así como atender a ciertos requisitos detallados en el Real Decreto 771/2011.

Cabe reseñar que los esquemas de remuneración de las entidades de crédito que reciban apoyo financiero público para su reestructuración o saneamiento deberán cumplir, además de los anteriores, los siguientes requisitos: a) cuando la remuneración variable sea incompatible con el mantenimiento de una base sólida de capital y con una renuncia oportuna al apoyo público, se limitará estrictamente a un porcentaje de los ingresos netos, y b) los administradores y directivos que efectivamente dirijan la actividad de la entidad no percibirán remuneración variable salvo que se justifique adecuadamente, a juicio del Banco de España, que podrá, además, establecer límites a su remuneración total.

La política de remuneraciones se hace extensible, en su mayor parte, a las ESI, de forma que las menciones realizadas al Banco de España y a las entidades de crédito se entenderán realizadas a la CNMV y a las ESI, respectivamente.

REFORZAMIENTO  
DE LAS COMPETENCIAS DE LOS  
SUPERVISORES Y LA  
COOPERACIÓN ENTRE ELLOS

La Ley introduce varias medidas en esta dirección, como son la obligación del Banco de España y de la CNMV de tener en cuenta las repercusiones de sus decisiones sobre la estabilidad financiera de otros Estados miembros, la regulación de los colegios de supervisores y de las decisiones conjuntas en el marco de la supervisión de grupos transfronterizos, y la posibilidad de declarar sucursales como significativas.

En este orden de cosas, además de las competencias encomendadas al Banco de España y a la CNMV, como autoridades responsables de la supervisión de las entidades de crédito y de las ESI y sus grupos consolidables, respectivamente, se añaden otras nuevas:

- 1 Requerir a las entidades y sus grupos que dispongan de políticas y prácticas remunerativas que sean compatibles con una gestión adecuada y eficaz del riesgo, y que limiten las remuneraciones variables cuando sean incoherentes con el mantenimiento de una base sólida de capital.
- 2 Utilizar la información recopilada de conformidad con los criterios de divulgación establecidos en esta Ley para comparar las tendencias y prácticas en materia de remuneración.

- 3 Recopilar información sobre el número de personas, en cada entidad, con remuneraciones de, al menos, 1 millón de euros, incluido el ámbito de negocio implicado y los principales componentes del sueldo, los incentivos, las primas a largo plazo y la contribución a la pensión.

Tales informaciones se transmitirán a la Autoridad Bancaria Europea y a la Autoridad Europea de Valores y Mercados, por parte del Banco de España y la CNMV, respectivamente.

En relación con las autoridades supervisoras de la Unión Europea, se introducen también nuevas obligaciones para el Banco de España y para la CNMV, como son, entre otras:

- 1 La planificación y la coordinación de las actividades de supervisión, en colaboración con las autoridades competentes implicadas en situaciones de urgencia o en previsión de tales situaciones (en particular, cuando exista una evolución adversa de las entidades de crédito o de los mercados financieros), valiéndose, siempre que sea posible, de los canales de comunicación específicos existentes para facilitar la gestión de crisis<sup>11</sup>.
- 2 La formulación de solicitudes a las autoridades competentes de la supervisión de una entidad de crédito o una ESI autorizada en la Unión Europea con sucursales en España para que estas sean consideradas como sucursales significativas, así como, a falta de decisión conjunta al respecto, resolver sobre su carácter significativo.

Respecto a este último supuesto, conforme al procedimiento que se determine reglamentariamente, el Banco de España o, en su caso, la CNMV promoverán la adopción de una decisión conjunta sobre la solicitud con las demás autoridades competentes de otros Estados miembros encargadas de la supervisión de las distintas entidades integradas en el grupo. Igualmente, les corresponderá resolver mediante decisión conjunta las solicitudes equivalentes formuladas por las autoridades competentes de los países donde estén ubicadas sucursales de entidades de crédito españolas, así como, a falta de decisión conjunta al respecto, reconocer la resolución sobre el carácter significativo de dicha autoridad competente. En estos procedimientos, para considerar una sucursal como significativa, deberán tenerse en cuenta elementos como la cuota de mercado en términos de depósitos, la incidencia probable de la suspensión o cese de operaciones en la liquidez del mercado o en los sistemas de pago, compensación y liquidación, y las dimensiones y la importancia de la sucursal por número de clientes.

Además, la Ley refuerza la cooperación estrecha con otras autoridades competentes con responsabilidad supervisora sobre las entidades de crédito o ESI extranjeras, matrices, filiales o participadas del mismo grupo. En ese marco de la cooperación, el Banco de España o, en su caso, la CNMV harán cuanto esté en su poder por alcanzar una decisión conjunta para determinar la adecuación del nivel consolidado de fondos propios que posea el grupo en relación con su situación financiera y perfil de riesgo y el nivel de fondos propios necesario a cada una de las entidades del grupo bancario y en base consolidada. La decisión conjunta también tomará en consideración la evaluación de riesgo de las filiales realizada por las autoridades competentes pertinentes. La decisión conjunta se adoptará conforme al procedimiento que se prevea reglamentariamente.

---

<sup>11</sup> La planificación y coordinación de las actividades de supervisión incluirá la elaboración de evaluaciones conjuntas, la instrumentación de planes de emergencia y la comunicación al público.

Por otro lado, con el objetivo de facilitar el ejercicio de sus tareas con otras autoridades competentes de la Unión Europea, el Banco de España y la CNMV establecerán colegios de supervisores y velarán, en su caso, por establecer una coordinación y una cooperación adecuadas con las autoridades competentes de terceros países.

Los colegios de supervisores constituirán el marco en el que se desarrollen, entre otras, las siguientes tareas: 1) intercambiar información; 2) acordar la atribución voluntaria de tareas y delegación voluntaria de responsabilidades si procede; 3) establecer programas de examen prudencial basados en una evaluación de riesgos del grupo; 4) aumentar la eficiencia de la supervisión, eliminando toda duplicación de requisitos prudenciales innecesarios, y 5) aplicar de manera coherente los requisitos prudenciales, relativos al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio en todas las entidades de un grupo bancario, sin perjuicio de las opciones y facultades que ofrece la legislación de la Unión Europea.

Cuando el Banco de España o la CNMV ostenten la condición de supervisor de una entidad con sucursales consideradas como significativas, también establecerán y presidirán un colegio de supervisores para facilitar el intercambio de información. Reglamentariamente podrán desarrollarse las características que deben reunir dichos colegios, cuya composición será determinada por el Banco de España y por la CNMV, respectivamente.

Finalmente, también se aborda la reforma del intercambio de información del Banco de España a los bancos centrales y otros organismos de función similar en calidad de autoridades monetarias, conforme a las novedades introducidas en relación con el intercambio de información y cooperación entre las autoridades supervisoras, previéndose ahora expresamente que tal intercambio podrá referirse a la información que sea pertinente para el desempeño de todas sus funciones legales.

MODIFICACIÓN  
DE LA NORMATIVA SOBRE  
FONDOS DE GARANTÍA DE  
DEPÓSITOS DE ENTIDADES  
DE CRÉDITO

El Real Decreto 771/2011 modifica el Real Decreto 2606/1996 para introducir un nuevo régimen de contribuciones adicionales a estos fondos basado en la remuneración de los propios depósitos<sup>12</sup>. En concreto, los importes de los depósitos cuya remuneración pactada exceda los límites que se detallan a continuación se ponderarán en un 500 % (es decir, un 400 % por encima de la ponderación que determinaría su potencial inclusión en dicha base) a los efectos del cálculo de las aportaciones de las entidades de crédito adheridas a los correspondientes FGD.

Los límites a partir de los cuales se aplicarán las nuevas ponderaciones son los siguientes: 1) en los depósitos a la vista cuya remuneración pagada en la liquidación periódica de la cuenta exceda en más de 100 puntos básicos al EURIBOR medio a un mes de interés anual; 2) los depósitos a plazo (o instrumentos de naturaleza similar) hasta tres meses cuya remuneración pactada exceda en más de 150 puntos básicos al EURIBOR medio a tres meses de interés anual; 3) los depósitos a plazo (o instrumentos de naturaleza similar) entre tres meses y año cuya remuneración pactada exceda en más de 150 puntos básicos al EURIBOR medio a seis meses, y 4) los depósitos a plazo (o instrumentos de naturaleza similar) cuyo plazo sea igual o superior a un año cuya remuneración supere los 100 puntos básicos al EURIBOR medio a doce meses.

<sup>12</sup> Actualmente, las aportaciones anuales de las entidades adscritas a los fondos son del 2% de los depósitos existentes al final del ejercicio a los que se extiende la garantía. En la base de cálculo se integran los depósitos garantizados más el 5 % del valor de cotización del último día de negociación del año, en el mercado secundario correspondiente, de los valores garantizados existentes al final del ejercicio.

Recientemente, se ha publicado la *CBE 3/2011, de 30 de junio* (BOE del 2 de julio), sobre aportaciones adicionales a los fondos de garantía de depósitos, que desarrolla técnicamente la aplicación de los nuevos preceptos introducidos por el Real Decreto 771/2011.

La Circular establece dos tipos de normas: unas, dedicadas a identificar qué debe entenderse por remuneración de un depósito ante diferentes supuestos prácticos, y otras, orientadas a regular elementos instrumentales del cálculo de la aportación adicional.

En cuanto a la remuneración de los depósitos, esta comprenderá cualquier retribución o pago, en efectivo o en especie, explícito o implícito, por el mantenimiento del depósito. Así, en caso de remuneración en especie, el valor que se debe considerar será el que resulte conforme con la legislación tributaria, incluyendo, cuando sea a cargo de la entidad, el ingreso a cuenta que esta debe efectuar por dicha remuneración. En los depósitos a plazo con tipo de interés variable, se tomará como remuneración la que resulte de aplicar el índice de referencia correspondiente a la fecha de contratación durante todo el plazo pactado, sin considerar posibles modificaciones futuras. En los depósitos a plazo con variación de los tipos de interés antes del vencimiento, se tomará la media de tipos, ponderando cada uno por el tiempo en que esté previsto aplicarlo. En los instrumentos financieros híbridos, en los que el derivado implícito no comparta con el contrato principal similares características y riesgos, el tipo de interés que se utiliza para determinar su remuneración será el porcentaje anual máximo de remuneración que pueda cobrar el depositante sobre el importe depositado, si fuera mayor que el tipo de interés efectivo anual que corresponda al contrato principal una vez segregado el derivado implícito; a falta de aquel, se tomará solo este. En cualquier caso, habrán de agregarse las remuneraciones adicionales que se hayan previsto en el contrato, ya sean en efectivo o en especie.

A efectos de calcular las aportaciones adicionales al FGD establecidas en el Real Decreto 771/2011, en los depósitos a la vista se compararán los límites establecidos con la remuneración de sus saldos medios. Estos serán el resultado de dividir la suma de los saldos diarios de cada depósito a la vista entre el número de días naturales que comprenda cada liquidación. En los depósitos a plazo se compararán con los diferentes límites establecidos según la duración del depósito pactado inicialmente, sin tener en cuenta potenciales amortizaciones parciales pactadas en el contrato. Posteriores renovaciones, previstas o no en el contrato original, se considerarán como nuevos depósitos.

La Ley 6/2011 entró en vigor el 13 de abril; el Real Decreto 771/2011 lo hizo el 5 de junio (salvo las salvedades establecidas para los regímenes transitorios establecidos en la norma), y, finalmente, la Circular 3/2011, el pasado 4 de julio.

### Sistemas de pagos y de liquidación de valores: modificación de la normativa

Se ha publicado la *Ley 7/2011, de 11 de abril* (BOE del 12), por la que se modifican la Ley 41/1999, de 12 de noviembre<sup>13</sup>, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, y el Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo<sup>14</sup>, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública<sup>15</sup>.

13 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999», *Boletín Económico*, enero de 2000, Banco de España, pp. 67-69.

14 Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2005», *Boletín Económico*, abril de 2005, Banco de España, pp. 153-157.

15 Dicha Ley lleva a cabo la transposición de la Directiva 2009/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo, por la que se modifican la Directiva 98/26/CE, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y la Directiva 2002/47/CE, sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito.



Su finalidad es la transposición de la Directiva 2009/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo de 2009<sup>16</sup>, por la que se modifican la Directiva 98/26/CE, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y la Directiva 2002/47/CE, sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito. En especial, para dar reconocimiento a los llamados sistemas interoperables y extenderles las normas sobre la firmeza de las liquidaciones de las órdenes de transferencia que se cursen a través de dichos sistemas.

Las novedades más significativas son las siguientes:

Se actualiza la definición de «orden de transferencia», que consiste en: 1) toda instrucción de un participante<sup>17</sup> para poner una cantidad de dinero a disposición de un destinatario, cursada mediante un asiento en las cuentas de una entidad de crédito, un banco central, una contraparte central o un agente de liquidación; o 2) toda instrucción cuyo resultado sea la asunción o cancelación de una obligación de pago tal como se defina en las normas del sistema, o 3) una instrucción de un participante para que se transmita la propiedad o cualquier otro derecho correspondiente a uno o varios valores mediante una anotación en un registro o de otra forma que acredite la transmisión.

Se introducen en la Ley 41/1999 los denominados «sistemas interoperables», que son dos o más sistemas cuyos operadores han celebrado un acuerdo que entraña la ejecución entre sí de las órdenes de transferencia. A su vez, los operadores del sistema podrán actuar en calidad de agente de liquidación, contraparte central o cámara de compensación. Los acuerdos celebrados entre sistemas interoperables no constituirán un sistema.

Además, se les extiende a dichos sistemas la normativa sobre la irrevocabilidad y la firmeza de las liquidaciones de las órdenes de transferencia que se cursen a través de los mismos. En este sentido, cada uno de los sistemas determinará en sus propias normas el momento de irrevocabilidad y firmeza de las órdenes de transferencia, procurando, en la medida de lo posible, la coordinación entre ellos, de modo que se elimine todo tipo de inseguridad jurídica en caso de fallo de uno de sus participantes. No obstante, salvo que así lo establezcan expresamente las normas de todos los sistemas interoperables entre sí, las normas de uno de ellos relativas al momento de la irrevocabilidad y de la firmeza no se verán afectadas por las de los demás.

También se les hace extensiva la regulación prevista en la Ley 41/1999 para los casos de insolvencia de uno de sus participantes, los procedimientos establecidos y los efectos sobre las órdenes de transferencia y sobre las garantías. Cabe reseñar que la incoación de un procedimiento de insolvencia contra un participante o un operador de un sistema interoperable no impide que se utilicen los fondos o valores disponibles en la cuenta de liquidación de dicho participante para cumplir con las obligaciones de este en el citado sistema durante la jornada en que se haya incoado el procedimiento de insolvencia.

<sup>16</sup> Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2009», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2009, Banco de España, pp. 187 y 188.

<sup>17</sup> A estos efectos, se entenderán por participantes las entidades de crédito y las ESI, el Tesoro Público y los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas, y los entes pertenecientes al sector público, así como cualquier empresa cuya administración principal se encuentre fuera de la Unión Europea y cuyas funciones correspondan a las de las entidades de crédito o empresas de inversión de la Unión Europea, que sean aceptados como miembros del sistema, de acuerdo con las normas reguladoras del mismo, y sean responsables frente a él de asumir obligaciones financieras derivadas de su funcionamiento.



En lo referente al Real Decreto Ley 5/2005, se incluyen los derechos de crédito<sup>18</sup> como parte de las garantías que pueden utilizarse en el ámbito de las operaciones financieras. No obstante, no podrán ser objeto de garantía financiera los derechos de crédito en los que el deudor sea un consumidor, una pequeña empresa o una microempresa, salvo en el caso de que el beneficiario o el prestador de la garantía sean determinadas entidades reseñadas en el Real Decreto Ley 5/2005<sup>19</sup>.

Se mantiene vigente que los acuerdos de garantía financiera deberán constar por escrito o de forma jurídicamente equivalente, sin que pueda exigirse ninguna otra formalidad para su constitución, validez, eficacia frente a terceros, ejecutabilidad o admisibilidad como prueba. Para la constitución del derecho de garantía se requerirá, además de la constancia del acuerdo, la aportación del activo objeto de la garantía, y constancia de ello por escrito o de forma jurídicamente equivalente. No obstante, en el caso de los derechos de crédito, su propia inclusión en una lista de créditos presentada al beneficiario de la garantía por escrito o de forma jurídicamente equivalente es suficiente para identificarlo y para demostrar la aportación del crédito como garantía financiera entre las partes y contra el deudor o los terceros. El deudor que pague antes de ser notificado de la aportación del derecho de crédito en garantía quedará liberado.

El deudor de los derechos de crédito podrá renunciar válidamente, por escrito o por cualquier otro medio jurídicamente equivalente, a: 1) sus derechos de compensación frente a los acreedores del derecho de crédito y frente a las personas en favor de las cuales el acreedor haya cedido, pignorado o movilizado de cualquier otro modo el derecho de crédito como garantía, y 2) los derechos que le amparan en virtud de las normas sobre secreto bancario.

Respecto a los derechos de sustitución y disposición del objeto de las garantías pignoratias contemplados en el Real Decreto Ley 5/2005, no será de aplicación el derecho de disposición cuando el objeto de la garantía pignoratia sea un derecho de crédito, ni el derecho de sustitución cuando se trate de un derecho de crédito infungible<sup>20</sup>.

En el caso de ejecución de las garantías financieras por parte del beneficiario por incumplimiento de las obligaciones o cualquier hecho pactado entre las partes, cuando se trate de derechos de crédito, se realizará mediante venta o apropiación y mediante compensación de su valor o aplicación del mismo al cumplimiento de las obligaciones financieras principales.

Finalmente, se lleva a cabo una revisión del resto del texto del Real Decreto Ley 5/2005 para corregir y aclarar otros aspectos no relacionados con la transposición de la directiva, resolviendo así algunos problemas de inseguridad jurídica.

Por otra parte, se modifica la Ley 22/2007, de 11 de julio, de comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores. En concreto, se exige el consentimiento previo del consumidor para que un proveedor pueda utilizar como técnica de

---

18 Los derechos de crédito se definen como los derechos pecuniarios derivados de un acuerdo en virtud del cual una entidad de crédito otorga un crédito en forma de préstamo.

19 En concreto, el BCE, el Banco de España, los bancos centrales de los Estados miembros de la Unión Europea, los bancos centrales de terceros Estados, el Banco de Pagos Internacionales, los bancos multilaterales de desarrollo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Europeo de Inversiones.

20 El derecho de crédito es infungible cuando no puede ser reemplazado por otro similar.

comunicación a distancia sistemas automáticos de llamada sin intervención humana o mensajes de fax.

La Ley entró en vigor el 1 de julio, salvo la modificación de la Ley 22/2007, que lo hizo el 13 de abril.

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

Se ha publicado la *Orientación BCE/2011/2, de 17 de marzo* (DOUE del 1 de abril), por la que se modifica la *Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril*<sup>21</sup>, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2), con el fin de que, cautelarmente, el Consejo de Gobierno del BCE pueda facilitar crédito a un día por medio de TARGET2 a ciertas entidades de contrapartida central que carecen de licencia de entidad de crédito.

Para ello, deberán cumplir las siguientes condiciones: 1) que presten servicios de compensación y liquidación y que, además, estén autorizadas para actuar como entidades de contrapartida central conforme a la legislación interna o la legislación de la Unión Europea; 2) que estén establecidas en la zona del euro; 3) que estén sujetas a supervisión o vigilancia de las autoridades competentes; 4) que cumplan las exigencias de vigilancia relativas a la ubicación de las infraestructuras que ofrecen servicios en euros según se publica en el sitio web del BCE en Internet; 5) que dispongan el módulo de pagos de TARGET2, y 6) que tengan acceso a crédito intradía.

Finalmente, se aprovecha para aclarar la remuneración de las cuentas de fondos de garantía que una entidad de contrapartida central debe mantener en virtud de las normas reguladoras establecidas, inclusive las fundadas en razones de vigilancia. Dichos fondos se remunerarán al tipo de las operaciones principales de financiación menos 15 puntos básicos, mientras que en los demás casos se remunerarán al tipo de depósito.

La Orientación entró en vigor el 3 de abril y se aplicará a partir del 11 de ese mes.

#### **Fusiones de las sociedades anónimas: normativa comunitaria**

Se ha publicado la *Directiva 2011/35/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de abril* (DOUE del 29), relativa a las fusiones de las sociedades anónimas, con el fin de coordinar en los Estados miembros la protección de los intereses de los socios y de terceros en los casos de fusiones.

La Directiva incorpora la mayoría de los preceptos de la Directiva 2001/23/CE, del Consejo, de 12 de marzo de 2001, sobre la aproximación de las legislaciones de los Estados miembros relativas al mantenimiento de los derechos de los trabajadores en caso de traspasos de empresas, de centros de actividad o de partes de empresas o de centros de actividad, así como los postulados sobre la publicidad garantizada regulados en la Directiva 2009/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre<sup>22</sup>, por la que se modifican las directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE, del Consejo, y la Directiva 2005/56/CE en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones, para hacerla extensiva a estas operaciones, con el fin de que los terceros estén suficientemente informados.

21 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2007», *Boletín Económico*, octubre de 2007, Banco de España, pp. 157-161.

22 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 173 y 174.

Los Estados miembros deberán legislar conforme a lo preceptuado en esta Directiva la fusión de sociedades anónimas por absorción de una o varias sociedades por otra sociedad<sup>23</sup>, o la fusión por constitución de una nueva sociedad<sup>24</sup>.

En el caso de fusión por absorción, los órganos de administración de las sociedades que se fusionen establecerán por escrito un proyecto de fusión cuyo contenido figura detalladamente en la norma, debiendo ser objeto de publicidad por parte de cada una de las sociedades que se fusionen al menos un mes antes de su aprobación, o bien ponerlo a disposición del público de forma gratuita en su sitio web o a través de la plataforma electrónica central prevista en la Directiva 2009/101/CE.

Por cada una de las sociedades que se fusionen, uno o varios peritos independientes designados o reconocidos por una autoridad judicial o administrativa examinarán el proyecto de fusión y elaborarán un informe escrito destinado a los accionistas. No obstante, la legislación de un Estado miembro podrá prever la designación de los mismos peritos independientes para todas las sociedades que se fusionen, si esta designación, a petición conjunta de estas sociedades, fuera hecha por una autoridad judicial o administrativa.

Además del proyecto de fusión, los accionistas tendrán derecho a recibir al menos un mes antes de la fecha de la reunión de la junta general en la que se apruebe la fusión determinada documentación que se detalla en la Directiva, como, entre otros, las cuentas anuales y los informes de gestión de los tres últimos ejercicios. Quedan exentas de esta obligación las sociedades que lo pongan a disposición del público en su sitio web durante ese mismo período de tiempo.

La fusión requerirá, al menos, la aprobación de la junta general con una mayoría que no pueda ser inferior a los dos tercios de los votos relativos a los títulos representados o bien al capital suscrito representado. No obstante, la legislación de un Estado miembro podrá prever que, cuando la mitad, al menos, del capital suscrito esté representado, sea suficiente una mayoría simple de los votos.

La protección de los derechos de los trabajadores de cada una de las sociedades que se fusionen se regulará de conformidad con la Directiva 2001/23/CE.

Respecto a la protección de los acreedores de las sociedades que se fusionan, las legislaciones de los Estados miembros deberán prever un sistema de protección adecuado de sus intereses para las deudas nacidas con anterioridad a la publicación del proyecto de fusión y aún no vencidas en el momento de esta publicación. Con este fin, deberán tener

---

23 Se considera «fusión por absorción» la operación por la cual una o varias sociedades transfieren a otra, como consecuencia de una disolución sin liquidación, la totalidad de su patrimonio activa y pasivamente mediante la atribución a los accionistas de la o las sociedades absorbidas de acciones de la sociedad absorbente y, eventualmente, de una compensación en dinero que no supere el 10 % del valor nominal de las acciones atribuidas o, a falta de valor nominal, de su valor contable. La legislación de un Estado miembro podrá prever que la fusión por absorción pueda tener lugar igualmente cuando una o varias de las sociedades absorbidas estén en liquidación, con tal de que esta posibilidad solo se otorgue a las sociedades que aún no hayan comenzado el reparto de sus activos entre sus accionistas.

24 Se considera «fusión por constitución de una nueva sociedad» la operación por la que varias sociedades transfieren a una sociedad que constituyen, como consecuencia de su disolución sin liquidación, la totalidad de su patrimonio activa y pasivamente mediante la atribución a sus accionistas de acciones de la nueva sociedad y, eventualmente, de una compensación en dinero que no supere el 10 % del valor nominal de las acciones atribuidas o, a falta de valor nominal, de su valor contable. La legislación de un Estado miembro podrá prever que la fusión por constitución de una nueva sociedad pueda tener lugar, igualmente, cuando una o varias de las sociedades que desaparezcan estén en liquidación, con tal de que esta posibilidad solo se otorgue a las sociedades que aún no hayan comenzado el reparto de sus activos entre sus accionistas.

derecho a obtener garantías adecuadas cuando la situación financiera de las sociedades que se fusionen haga necesaria dicha protección.

En cualquier caso, los Estados miembros deberán garantizar que los acreedores estén autorizados para dirigirse a la autoridad administrativa o judicial competente a fin de obtener las garantías adecuadas, siempre que puedan demostrar, de forma convincente, que, debido a la fusión, la satisfacción de sus derechos está en juego y que no han obtenido las garantías adecuadas de la sociedad.

La Directiva desarrolla los efectos jurídicos de la fusión, las responsabilidades civiles de los órganos de administración de la absorbente y la absorbida, y limita los casos de nulidad de la fusión con fin preservar la seguridad jurídica en las relaciones tanto entre las sociedades interesadas como entre estas y los terceros, así como entre los accionistas.

También se contempla el régimen de fusión de sociedades por constitución de una nueva sociedad, que recoge la mayoría de los postulados establecidos en el caso anterior.

Finalmente, se regula la absorción de una sociedad por otra que posea el 90 % o más de las acciones de la primera, pero no la totalidad de las acciones y demás títulos que confieran derecho a voto en la junta general de la sociedad o sociedades absorbidas. En este caso, los Estados miembros no exigirán la aprobación de la fusión por la junta general de la sociedad absorbente si se cumplen determinadas condiciones detalladas en la norma.

La Directiva entró en vigor el 1 de julio.

#### **Adquisición de billetes en euros: modificación de su normativa**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2011/3, de 18 de marzo* (DOUE del 1 de abril), por la que se modifica la *Orientación BCE/2004/18, de 16 de septiembre*<sup>25</sup>, sobre la adquisición de billetes en euros, con el fin de dar cumplimiento a los postulados de esta norma, que preceptuaba la revisión de esta última *Orientación* para comienzos de 2008 y cada dos años a partir de entonces.

El 10 de julio de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, a más tardar a partir del 1 de enero de 2012, se aplicaría a la adquisición de billetes en euros un procedimiento único de licitación del Eurosistema. De este modo, los bancos centrales nacionales (BCN) que tuvieran imprenta interna o usaran una imprenta pública podían decidir si participaban o no en el procedimiento único de licitación. En caso contrario, esas imprentas seguirían a cargo de la producción de los billetes en euros asignados a sus BCN conforme a la clave del capital, pero no podrían participar en el procedimiento único de licitación.

La fecha prevista de inicio de dicho procedimiento, descrito anteriormente, podía modificarse por decisión del Consejo de Gobierno cuando más de la mitad de los BCN que representen más de la mitad de la necesidad total de impresión de billetes del Eurosistema decidieran no participar.

Dado que se ha producido dicha situación, la *Orientación BCE/2011/3* modifica la fecha de inicio del procedimiento único de licitación del Eurosistema, que pasa del 1 de enero de 2012 al 1 de enero de 2014, salvo que el Consejo de Gobierno decida otra fecha de inicio.

La *Orientación* entró en vigor el 20 de marzo.

<sup>25</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 115 y 116.

**Agencias de calificación crediticia: modificación del reglamento comunitario y aplicación a nuestro ordenamiento jurídico**

MODIFICACIÓN  
DEL REGLAMENTO  
COMUNITARIO

Se ha publicado el *Reglamento 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo* (DOUE del 31), por el que se modifica el Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre<sup>26</sup>, sobre las ACC.

La principal novedad del Reglamento es que atribuye a la nueva Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados (AEVM)<sup>27</sup> la mayoría de las responsabilidades en cuanto a altas y bajas del registro, así como la supervisión permanente de las ACC conjuntamente con las que realice la autoridad competente del Estado miembro de origen de la ACC, mientras que antes tales facultadas estaban distribuidas entre el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV) y, en su caso, la autoridad competente de dicho Estado miembro. En general, cabe reseñar, en relación con la normativa anterior, la reducción de los plazos para examinar la solicitud de registro de una ACC por parte de la AEVM.

Por otro lado, la AEVM queda facultada para exigir a las ACC, a las personas que participen en las actividades de calificación, a las entidades calificadas o a terceros vinculados, a los terceros a los que las ACC hayan subcontratado funciones o actividades operativas, y a aquellas personas que, de diversa manera, guarden una relación estrecha y sustancial con esas ACC que le proporcionen cuanta información sea necesaria para desempeñar sus funciones.

A tal efecto, la AEVM podrá delegar en la autoridad competente de un Estado miembro tareas de supervisión específicas, por ejemplo, cuando la tarea requiera conocimientos y experiencia con respecto a las condiciones locales, de los que se dispondrá más fácilmente a nivel nacional. Entre el tipo de tareas que deben poder delegarse figura la realización de tareas de investigación e inspecciones in situ específicas.

La AEVM podrá imponer multas a las ACC cuando encuentre indicios serios de la posible existencia de hechos que pudieran constituir una o varias de las infracciones establecidas en el Reglamento. Las multas se imponen en función de la gravedad de las infracciones, para lo cual se establecen una serie de coeficientes ligados a las circunstancias agravantes o atenuantes para dotar a la AEVM de los medios necesarios para decidir imponer una multa que sea proporcionada a la gravedad de la infracción cometida. Además, la AEVM queda facultada para adoptar diversas medidas, entre ellas, y sin que se excluyan otras, la de exigir a la ACC que ponga fin a la infracción, suspender el uso de las calificaciones con fines reglamentarios, prohibir temporalmente a la agencia la emisión de calificaciones crediticias y, en última instancia, proceder a la baja registral, si la ACC ha infringido de manera grave o repetida lo dispuesto en el Reglamento.

Por otro lado, se asigna a la AEVM, junto con las autoridades competentes y las autoridades sectoriales competentes, la obligación de colaborar mutuamente e intercambiar la información necesaria para el desempeño de sus funciones. Además, se atribuye a la AEVM (antes correspondía a las autoridades competentes de los Estados miembros) la facultad de transmitir a los bancos centrales nacionales, al Sistema Europeo de Bancos Centrales y al BCE, en su calidad de autoridades monetarias, a la Junta Europea de Riesgo Sistémico y, en su caso, a otras autoridades públicas responsables de supervisar los sistemas de pago y liquidación la información confidencial necesaria para el ejercicio de sus funciones.

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

27 La AEVM fue creada mediante el Reglamento 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre.

Finalmente, se asigna a la AEVM (antes correspondía a las autoridades competentes de los Estados miembros) la facultad exclusiva de celebrar acuerdos de cooperación para el intercambio de información con las autoridades de supervisión de terceros países, siempre y cuando la información divulgada goce de una garantía de secreto profesional.

El Reglamento entró en vigor el 1 de junio.

#### APLICACIÓN DE LA NORMATIVA COMUNITARIA

Se ha publicado la *Ley 15/2011, de 16 de junio* (BOE del 17), por la que se modifican determinadas normas financieras<sup>28</sup> para la aplicación del Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, sobre ACC.

El objetivo principal de la Ley es el establecimiento de la obligación de que determinadas entidades financieras<sup>29</sup> utilicen las calificaciones emitidas por las ACC. Además, se realizan los ajustes necesarios en la normativa de dichas entidades para que los respectivos supervisores nacionales colaboren con la AEVM.

A continuación se detallan las modificaciones más importantes recogidas en la norma:

Desde el punto de vista de la solvencia, la utilización por parte de las entidades de crédito o de las ESI de calificaciones externas de crédito requerirá que estas hayan sido emitidas o refrendadas por una ACC establecida en la Unión Europea y registrada conforme a lo dispuesto en el Reglamento 1060/2009. Si se trata de calificaciones de entidades establecidas o de instrumentos financieros emitidos fuera de la Unión Europea, deberán haber sido emitidas por una ACC establecida en un Estado no miembro que haya obtenido una certificación equivalente conforme al Reglamento 1060/2009.

Se requerirá, además, que la ACC sea reconocida por el Banco de España, o, en su caso, por la CNMV, de acuerdo con los criterios que establezcan para ello y valorando, a su vez, la objetividad, independencia, transparencia y continua revisión de la metodología aplicada, así como la credibilidad y aceptación en el mercado de las calificaciones de crédito realizadas por dicha ACC.

Por otro lado, quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción a cargo de la CNMV, establecido en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores: 1) las ACC establecidas en España y registradas conforme al Reglamento 1060/2009, junto con las personas que participan en las actividades de calificación, las entidades calificadas o terceros vinculados, los terceros a los que las agencias de calificación crediticia hayan subcontratado algunas de sus funciones o actividades, y las personas relacionadas o conectadas de cualquier otra forma con las agencias o con las actividades de calificación crediticia, y 2) las ACC registradas por otra autoridad competente de la Unión Europea, y las ACC registradas por otra autoridad competente de un tercer país que hayan recibido la certificación por equivalencia en virtud del citado Reglamento, y que en ambos casos operen en nuestro país.

La CNMV ejercerá sus competencias y aplicará el régimen de infracciones y de sanciones previsto en la Ley 24/1988, de conformidad con lo establecido en la normativa de la Unión

<sup>28</sup> Se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros; la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, y la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

<sup>29</sup> En concreto, afectan a las entidades de crédito; a las ESI; a los fondos de titulización hipotecaria, y a los depositarios de las IIC.

Europea sobre ACC. Asimismo, dispondrá de las facultades de supervisión e inspección que sean necesarias para cumplir con las funciones asignadas en régimen de delegación o de cooperación con otras autoridades competentes, conforme a las previsiones establecidas en el Reglamento 1060/2009.

La CNMV cooperará y prestará ayuda a otras autoridades competentes de la Unión Europea para llevar a cabo las funciones establecidas en el mencionado Reglamento. En particular, podrá pedir la cooperación de otras autoridades competentes de la Unión Europea en una actividad de supervisión, para una verificación in situ o una investigación relacionada, entre otras, con las materias relativas a ACC.

Finalmente, la CNMV mantendrá, además de los registros oficiales establecidos en la Ley 24/1988, a los que el público tendrá libre acceso, un registro de ACC establecidas en España.

La Ley entró en vigor el 18 de junio.

**Información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en la CNMV: modificación de la normativa**

Se ha publicado la *Circular 2/2011, de 9 de junio* (BOE del 26), de la CNMV, que sustituye y deroga a la *Circular 2/2006, de 27 de junio*<sup>30</sup>, de la CNMV, sobre información de las IIC extranjeras inscritas en los Registros de la CNMV. La Circular introduce en nuestro ordenamiento los últimos preceptos de la normativa comunitaria<sup>31</sup> que entró en vigor el pasado 1 de julio.

El nuevo procedimiento de notificación supone que las IIC deberán presentar la documentación pertinente ante la autoridad competente del Estado miembro de origen. Entre dicha documentación se encuentra el escrito de notificación que contiene, por un lado, los datos de la identificación de la entidad encargada de representar a la IIC ante la CNMV, y, por otro, la información sobre las disposiciones previstas para la comercialización de la IIC en el Estado de acogida. En este sentido, la Circular determina la información específica que la IIC extranjera debe incluir en el escrito de notificación, estableciéndose un modelo normalizado de memoria de comercialización<sup>32</sup>.

Por otra parte, se establece la obligación por parte de la entidad designada de mantener actualizada, por vía telemática, determinada información de la IIC extranjera.

30 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2006», *Boletín Económico*, octubre de 2006, Banco de España, p. 150.

31 En concreto, la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, que, entre otros aspectos, establecía un nuevo procedimiento de notificación para las IIC extranjeras armonizadas, con el fin de facilitar el acceso de las mismas a los mercados de otros Estados miembros, y el Reglamento 584/2010, de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que atañe a la forma y el contenido del escrito de notificación y el certificado del OICVM normalizados, el uso de la comunicación electrónica entre las autoridades competentes a efectos de notificación, los procedimientos para las verificaciones in situ y las investigaciones y el intercambio de información entre las autoridades competentes, y la Directiva 2010/42/UE, de la Comisión, de 1 de julio, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que atañe a determinadas disposiciones relativas a las fusiones de fondos, las estructuras de tipo principal-subordinado y el procedimiento de notificación normativa que detallaba el nuevo procedimiento.

32 La comunicación deberá incluir la siguiente información: a) datos identificativos de la IIC extranjera; b) denominación de los compartimentos o subfondos comercializados en España con más de 500 accionistas y de las clases de acciones que formen parte de dichos compartimentos o subfondos; c) códigos ISIN de la IIC, compartimentos o subfondos y, en su caso, clases de acciones; d) número total de accionistas del compartimento o subfondo; e) patrimonio total de la IIC extranjera o del compartimento o subfondo, y f) fecha de referencia de los datos comunicados.



Así mismo, se modifican las obligaciones de remisión de documentación de la IIC a la CNMV y se introducen determinados ajustes en las obligaciones de información a inversores, se elimina el requisito de la inscripción de compartimentos en el Registro de la CNMV, y se amplía el contenido de la comunicación que se ha de hacer a la CNMV de acuerdo con el artículo 52 del Reglamento del IRPF, de manera que se incluyan los datos de los compartimentos y/o clases a que se refiere la información fiscal.

Finalmente, en las IIC no armonizadas se elimina la obligación de remitir la información por vía telemática.

La Circular entró en vigor el 1 de julio.

**Categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora: modificación de la normativa**

Se ha publicado la *Circular 3/2011, de 9 de junio* (BOE del 27), de la CNMV, que modifica la Circular 1/2009, de 4 de febrero<sup>33</sup>, de la CNMV, sobre las categorías de IIC en función de su vocación inversora.

A efectos de la definición de la categoría de IIC, se modifican los tipos relacionados con los fondos cotizados, que pasan a ser IIC cotizadas, para englobar a las SICAV índice cotizadas, creadas por el Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Se modifica el cálculo de los porcentajes de inversión que definen las distintas vocaciones inversoras. Antes se tomaba como base de cálculo el patrimonio de la IIC, mientras que ahora se tiene en cuenta la exposición total de la IIC.

A tales efectos, se entiende por exposición total la suma de la exposición conseguida por la IIC a través de sus inversiones en instrumentos financieros de contado y derivados. Para el cómputo de la exposición con instrumentos derivados, se aplicará la metodología del compromiso recogida en la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV, sobre operaciones con instrumentos derivados de las IIC. Asimismo, las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área del euro y el riesgo divisa también se considerarán en términos de exposición total.

Finalmente, a efectos únicamente de determinar la vocación inversora, se considera que no se genera una exposición adicional para la IIC cuando las inversiones en instrumentos financieros de contado o derivados no expongan a la IIC a riesgos adicionales, entre otros, de tipos de interés y de crédito. Por ello, deberán corresponderse, por ejemplo, con emisiones de deuda pública emitida por un Estado con elevada calidad crediticia o adquisiciones temporales sobre dichos activos, cuyos plazos de vencimiento sean inferiores a tres meses.

La Circular entrará en vigor el 27 de agosto.

**Contratos de crédito al consumo: nueva normativa**

Se ha publicado la *Ley 16/2011, de 24 de junio* (BOE del 25), de contratos de crédito al consumo, que tiene por objeto incorporar a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2008/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril, relativa a los contratos de crédito al consumo, al tiempo que deroga la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de crédito al consumo.

<sup>33</sup> Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2009», *Boletín Económico*, abril de 2009, Banco de España, pp. 161 y 162.



Al igual que la normativa anterior, la Ley se aplica a aquellos contratos en los que el prestamista concede o se compromete a conceder a un consumidor un crédito bajo la forma de pago aplazado, préstamo, apertura de crédito o cualquier medio equivalente de financiación. La consideración de consumidores se circunscribe a las personas físicas que actúan en un ámbito particular ajeno a su actividad empresarial o profesional.

Quedan excluidos del ámbito de la Ley, entre otros, los siguientes contratos: a) los garantizados con hipoteca inmobiliaria; b) aquellos cuya finalidad sea adquirir o conservar derechos de propiedad sobre terrenos o edificios construidos o por construir; c) los que tengan un importe total inferior a 200 euros (antes, 150 euros); d) los contratos de arrendamiento o de arrendamiento financiero en los que no se establezca una obligación de compra del objeto del contrato por el arrendatario ni en el propio contrato ni en otro contrato aparte; e) los contratos de crédito concedidos en forma de facilidad de descubierto y que tengan que reembolsarse en el plazo máximo de un mes; f) los contratos de crédito concedidos libres de intereses y sin ningún otro tipo de gastos, y los contratos de crédito en virtud de los cuales el crédito deba ser reembolsado en el plazo máximo de tres meses y por los que solo se deban pagar unos gastos mínimos (1 % del importe total del crédito), y g) los contratos de crédito concedidos por un empresario a sus empleados a título subsidiario y sin intereses o cuyas tasas anuales equivalentes sean inferiores a las del mercado<sup>34</sup>. No obstante, se mantiene la aplicación parcial de la Ley a los contratos de crédito cuyo importe total sea superior a 75.000 euros (antes, 18.030 euros).

Con la finalidad de mejorar la información de los consumidores, la Ley incide en las actuaciones previas a la contratación del crédito. En concreto, regula de forma detallada la información básica que ha de figurar en la publicidad, en las comunicaciones comerciales y en los anuncios de ofertas que se exhiban en los locales comerciales en los que se ofrezca un crédito o la intermediación para la celebración de un contrato de crédito.

Asimismo, establece una lista de las características del crédito sobre las que el prestamista y, en su caso, el intermediario de crédito han de informar al consumidor antes de que este asuma cualquier obligación en virtud de un contrato u oferta de crédito. Esta información precontractual deberá ser facilitada en un impreso normalizado europeo sobre crédito al consumo, que figura en los anejos de la Ley.

Además, obliga a los prestamistas, y en su caso a los intermediarios, a ayudar al consumidor en la decisión sobre el contrato de crédito que, de entre los productos propuestos, responde mejor a sus necesidades y situación financiera. Esta asistencia se concreta en la obligación de explicar al consumidor de forma personalizada las características de los productos propuestos, así como la información precontractual correspondiente, y de advertirle de los riesgos en caso de impago o de endeudamiento excesivo, a fin de que este pueda comprender las repercusiones del contrato de crédito en su situación económica.

Si el prestamista vincula la obtención del crédito en las condiciones ofrecidas con la contratación de servicios accesorios, en particular un contrato de seguro, deberá informar al consumidor de esta circunstancia y de su coste, así como de las condiciones que alternativamente se aplicarían al contrato de crédito si no se contrataran los servicios accesorios y, en particular, el contrato de seguro.

---

<sup>34</sup> Se consideran tasas anuales equivalentes inferiores a las del mercado las que sean inferiores al tipo de interés legal del dinero.

Se introduce la obligación del prestamista de evaluar la solvencia del prestatario con carácter previo a la celebración del contrato de crédito, para lo cual podrá servirse de la información obtenida por sus propios medios y de la facilitada por el consumidor, incluida la consulta de determinadas bases de datos<sup>35</sup>. Si bien la realización de esta evaluación es obligatoria, su alcance queda a criterio del prestamista en función de la relación comercial entre este y su cliente. En el caso de las entidades de crédito, para la evaluación de la solvencia del consumidor se tendrán en cuenta, además, las normas específicas sobre gestión de riesgos y control interno que les son aplicables según su legislación específica.

Si la denegación de una solicitud de crédito se basa en la consulta de un fichero en la pertinente base de datos, el prestamista deberá informar al consumidor inmediata y gratuitamente de los resultados de dicha consulta y de los pormenores de la base de datos. Los responsables de los ficheros deberán facilitar a los prestamistas de los demás Estados miembros de la Unión Europea el acceso a las bases de datos para la evaluación de la solvencia de los consumidores, en condiciones no discriminatorias respecto de los prestamistas españoles.

La mayor exigencia de información al consumidor sobre sus derechos y obligaciones se refleja en la regulación del contenido de los contratos, la cual se adapta a la especificidad de los distintos tipos de contrato de crédito.

En la fase de ejecución del contrato, la Ley regula el derecho de las partes a poner fin a un contrato de duración indefinida, así como el derecho del consumidor al reembolso anticipado del crédito y la posición del prestatario ante la cesión de los derechos del prestamista derivados de un contrato de crédito, conforme estaba establecido en la Ley 7/1995, y que ahora tienen su antecedente en la Directiva que se transpone. También introduce el derecho del consumidor a desistir del contrato de crédito, en cuya regulación se han seguido los criterios que rigen para el ejercicio de este derecho en la comercialización a distancia de servicios financieros.

La fórmula matemática para el cálculo de la tasa anual equivalente tiene por finalidad definir de forma clara y completa el coste total de un crédito para el consumidor<sup>36</sup>, y que su definición sea comparable en todos los Estados de la Unión Europea. Su fórmula figura en los anejos de la norma, así como los supuestos para su cálculo. No obstante, se habilita al Ministerio de Economía y Hacienda para establecer supuestos adicionales o modificar los ya existentes, de conformidad con lo previsto en la Directiva 2008/48/CE, en el caso de que los supuestos que figuran en la Ley no resultaran suficientes para calcular dicha tasa de manera uniforme o dejaran de ajustarse a la situación comercial del mercado.

Se conservan ciertas previsiones de la Ley 7/1995 que ofrecen una mayor protección en el ámbito del crédito al consumo sin que vengan exigidas por la normativa comunitaria, como las relativas a la oferta vinculante, a la eficacia de los contratos vinculados a la obtención de un crédito, al cobro indebido y a la penalización por falta de forma y por omisión de cláusulas obligatorias en los contratos.

---

35 Los ficheros de solvencia patrimonial y crédito, a los que se refiere la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal, en los términos y con los requisitos y garantías previstos en dicha Ley Orgánica y su normativa de desarrollo.

36 Se exceptúan los gastos que este tendría que pagar por el incumplimiento de alguna de sus obligaciones con arreglo al contrato de crédito y los gastos, distintos del precio de compra, que corran por cuenta del consumidor en la adquisición de bienes o servicios, tanto si la transacción se paga al contado como a crédito.

En cuanto al régimen sancionador, el incumplimiento por parte de entidades de crédito de las obligaciones impuestas por esta Ley se sanciona conforme a lo establecido en la normativa sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito<sup>37</sup>. El incumplimiento por parte de las demás personas físicas y jurídicas constituye infracción en materia de protección de los consumidores y usuarios<sup>38</sup>.

El régimen de impugnaciones abre la vía de reclamación extrajudicial para la resolución de los conflictos entre consumidores y prestamistas, así como intermediarios de crédito, e incorpora la regulación de las acciones de cesación frente a las conductas contrarias a esta Ley.

La Ley entrará en vigor el 25 de septiembre.

8.7.2011.

---

<sup>37</sup> La Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

<sup>38</sup> La Ley General para la defensa de los consumidores y usuarios y otras leyes complementarias, aprobadas por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, y demás normas aplicables, así como en las normas establecidas en las leyes autonómicas correspondientes.

## 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).

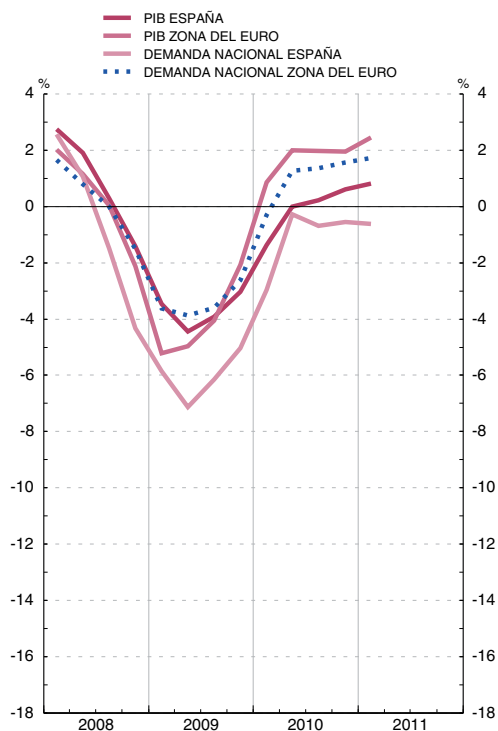
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

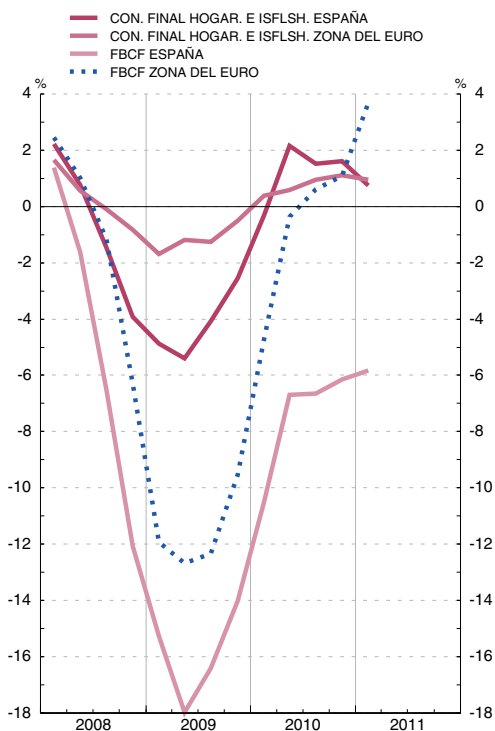
Tasas de variación interanual

		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>08</b>	P	0,9	0,3	-0,6	0,3	5,8	2,2	-4,8	-1,0	-0,5	0,2	-1,1	0,8	-5,3	0,7	1 088	9 226
<b>09</b>	P	-3,7	-4,1	-4,2	-1,2	3,2	2,4	-16,0	-11,6	-6,0	-3,4	-11,6	-12,9	-17,8	-11,6	1 054	8 937
<b>10</b>	P	-0,1	1,7	1,2	0,8	-0,7	0,6	-7,6	-0,9	-1,1	1,0	10,3	10,9	5,4	9,3	1 063	9 168
<b>08</b>	II	1,9	1,1	0,8	0,6	5,7	2,3	-1,6	1,0	1,1	0,8	2,6	3,5	-0,2	2,8	273	2 318
	III	0,3	0,0	-1,5	-0,1	6,0	2,3	-6,5	-1,2	-1,5	0,0	-3,4	0,7	-8,2	0,6	273	2 313
	IV	-1,4	-2,1	-3,9	-0,8	6,4	2,4	-12,1	-6,3	-4,3	-1,5	-7,8	-6,4	-15,6	-5,1	270	2 283
<b>09</b>	I	-3,5	-5,2	-4,9	-1,7	5,9	2,6	-15,3	-11,9	-5,8	-3,6	-16,5	-16,3	-21,5	-12,9	266	2 229
	II	-4,4	-5,0	-5,4	-1,2	4,4	2,5	-18,0	-12,7	-7,1	-3,9	-15,8	-16,6	-22,2	-14,4	263	2 225
	III	-3,9	-4,1	-4,1	-1,3	2,7	2,5	-16,4	-12,3	-6,1	-3,6	-11,0	-13,4	-17,2	-12,5	262	2 237
	IV	-3,0	-2,1	-2,6	-0,5	0,2	2,1	-14,0	-9,5	-5,0	-2,6	-2,1	-5,3	-9,2	-6,7	263	2 246
<b>10</b>	I	-1,4	0,9	-0,3	0,4	-1,1	1,2	-10,5	-4,7	-3,0	-0,3	9,4	7,2	2,0	4,2	264	2 259
	II	-0,0	2,0	2,1	0,6	-0,1	0,7	-6,7	-0,4	-0,3	1,3	11,9	13,1	9,6	11,4	265	2 289
	III	0,2	2,0	1,5	1,0	-0,7	0,4	-6,7	0,6	-0,7	1,4	9,4	12,0	5,0	10,8	266	2 307
	IV	0,6	1,9	1,6	1,1	-0,9	-0,0	-6,1	1,1	-0,6	1,6	10,5	11,3	5,3	10,7	268	2 313
<b>11</b>	I	0,8	2,4	0,7	1,0	1,1	0,8	-5,8	3,7	-0,6	1,7	11,2	9,7	5,2	8,1	271	2 344

**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.



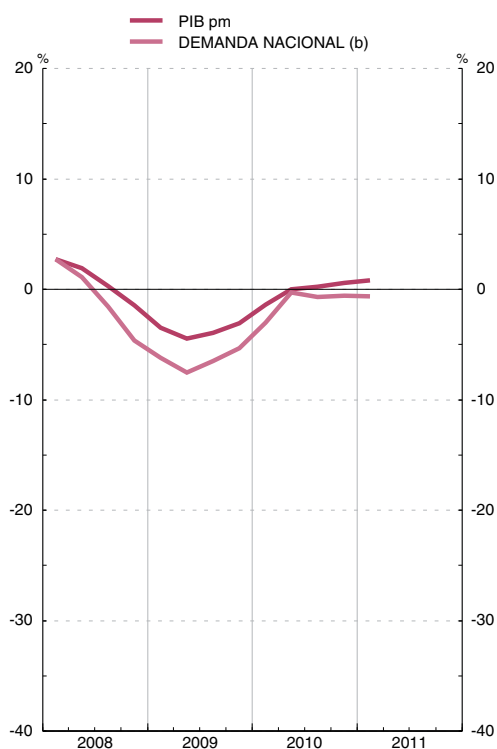
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

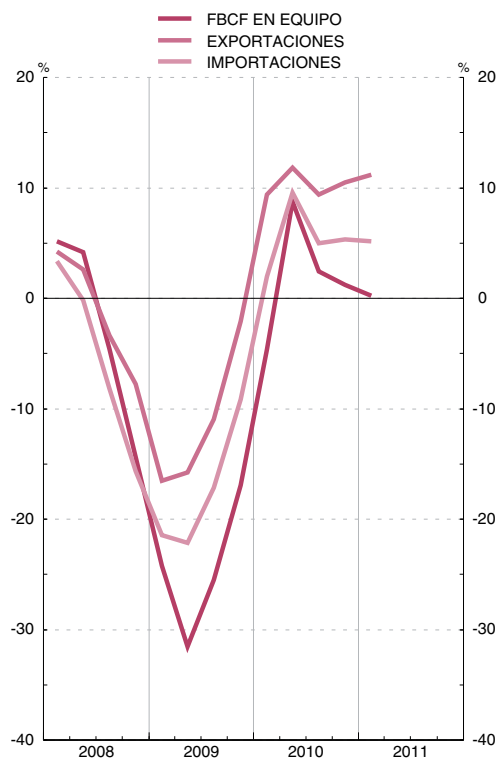
Tasas de variación interanual

		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>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>10</b>	P	-7,6	1,8	-11,1	-8,2	0,1	10,3	13,6	2,5	5,5	5,4	6,2	2,6	3,1	-1,1	-0,1
<b>08</b>	II	P	-1,6	4,2	-4,3	-1,1	0,2	2,6	2,2	-3,1	9,5	-0,2	0,2	-2,6	-1,6	1,1
	III	P	-6,5	-4,6	-7,5	-6,0	0,2	-3,4	-2,8	-4,7	-4,2	-8,2	-9,3	-11,6	-2,2	-1,6
	IV	P	-12,1	-14,4	-11,1	-11,7	0,1	-7,8	-10,6	-10,1	5,4	-15,6	-18,0	-13,1	-4,6	-4,6
<b>09</b>	I	P	-15,3	-24,2	-12,2	-12,1	0,0	-16,5	-20,0	-13,9	-5,3	-21,5	-23,7	-19,5	-11,1	-6,2
	II	P	-18,0	-31,5	-12,0	-16,9	-0,0	-15,8	-18,4	-9,4	-10,9	-22,2	-24,4	-18,3	-12,0	-7,5
	III	P	-16,4	-25,5	-11,7	-18,7	-0,0	-11,0	-11,5	-9,3	-10,2	-17,2	-18,4	-8,7	-13,5	-6,5
	IV	P	-14,0	-16,9	-11,9	-17,2	-0,1	-2,1	2,1	-5,4	-13,3	-9,2	-8,3	-5,6	-13,4	-5,3
<b>10</b>	I	P	-10,5	-4,6	-11,4	-15,8	0,0	9,4	14,7	-0,2	0,1	2,0	3,0	-0,7	-1,4	-3,0
	II	P	-6,7	8,7	-11,3	-11,0	0,1	11,9	16,3	0,2	6,8	9,6	10,4	2,8	7,5	-0,3
	III	P	-6,7	2,4	-11,2	-3,0	0,1	9,4	11,3	5,8	5,8	5,0	5,8	4,9	1,6	-0,7
	IV	P	-6,1	1,2	-10,6	-1,5	0,1	10,5	12,3	4,4	9,5	5,3	5,6	3,2	5,0	-0,6
<b>11</b>	I	P	-5,8	0,3	-10,2	-0,1	0,1	11,2	15,9	4,6	-0,7	5,2	6,9	-0,0	-1,1	-0,6

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



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

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

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

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

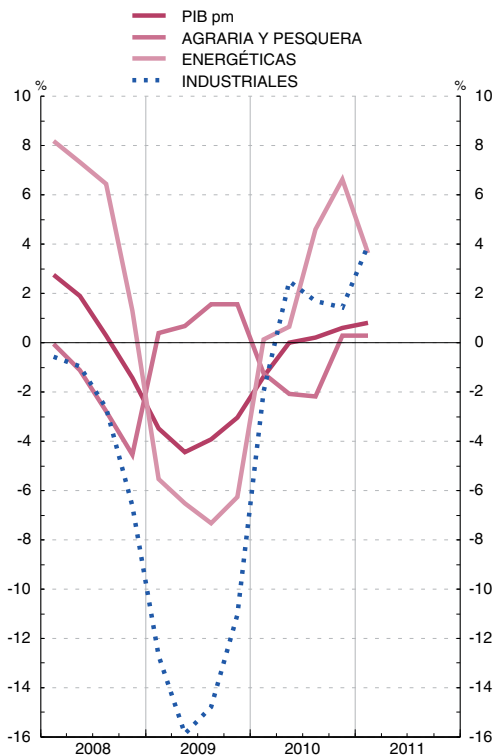
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

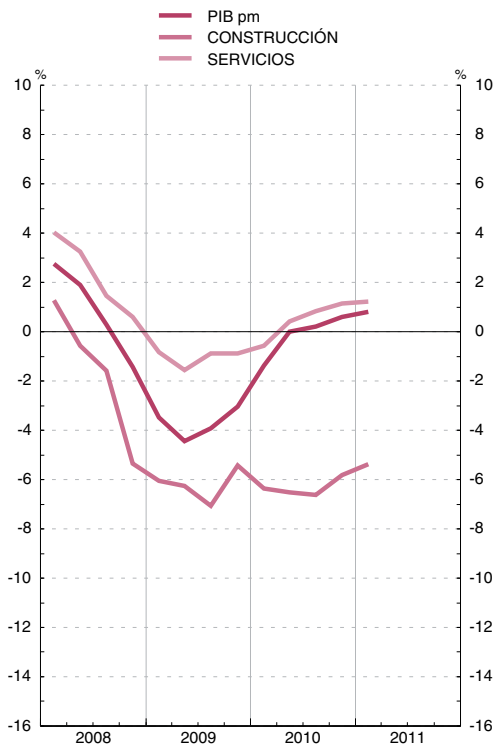
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	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
08	P	0,9	-2,1	5,8	-2,7	-1,6	2,3	1,7	4,7	-1,3	-1,0	-0,7
09	P	-3,7	1,0	-6,4	-13,6	-6,2	-1,0	-1,9	2,1	-5,0	-9,9	-7,4
10	P	-0,1	-1,3	3,0	0,9	-6,3	0,5	0,4	0,8	-0,7	14,4	1,9
08	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	-1,2	0,1	-2,0	-6,4	-0,6	-1,0	0,7	-2,1	3,1	0,6
	II	-0,0	-2,1	0,6	2,5	-6,5	0,4	0,3	0,9	-0,3	12,7	4,3
	III	0,2	-2,2	4,6	1,7	-6,6	0,8	0,9	0,7	-0,4	19,7	1,6
	IV	0,6	0,3	6,6	1,4	-5,8	1,1	1,3	0,7	-	22,7	1,1
11	I	0,8	0,3	3,6	3,9	-5,4	1,2	1,5	0,2	0,8	15,7	-4,3

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).

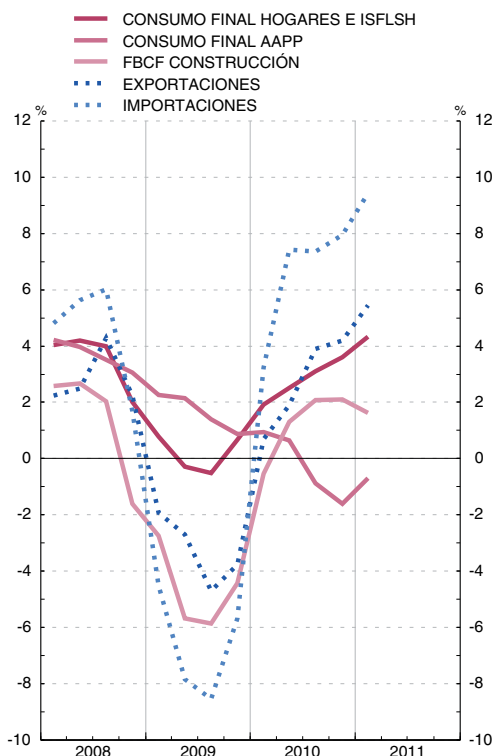
### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

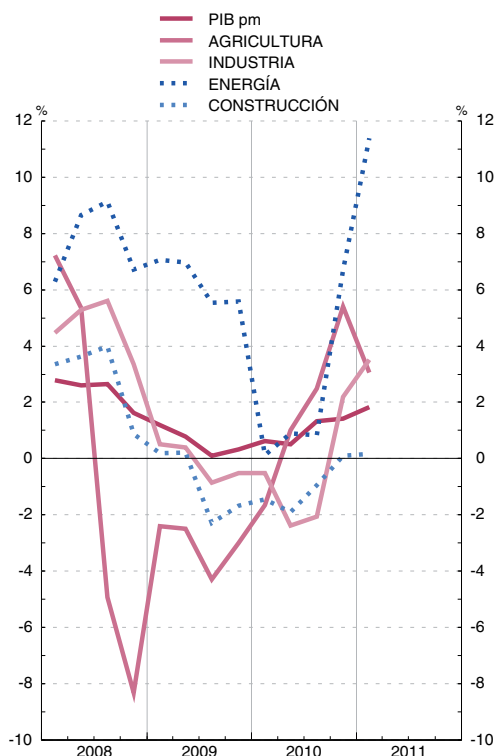
Tasas de variación interanual

		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
<b>08</b>	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
<b>09</b>	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
<b>10</b>	P	2,8	-0,2	2,3	1,2	4,7	2,7	6,5	1,0	1,7	2,2	-0,7	-1,1	-0,6	-0,6
<b>08</b>	II	4,2	4,0	1,4	2,7	1,5	2,5	5,6	2,6	5,3	8,6	5,3	3,6	4,9	5,1
<b>08</b>	III	4,0	3,5	0,7	2,0	1,5	4,3	6,0	2,6	-4,9	9,1	5,6	4,0	4,6	4,9
<b>08</b>	IV	2,0	3,1	0,3	-1,6	0,1	2,2	1,7	1,6	-8,3	6,7	3,4	0,9	4,0	4,1
<b>09</b>	I	0,8	2,3	-0,0	-2,8	-2,5	-1,9	-4,5	1,2	-2,4	7,1	0,5	0,2	3,4	3,8
<b>09</b>	II	-0,3	2,2	-1,0	-5,7	-3,4	-2,7	-7,8	0,8	-2,5	7,0	0,4	0,2	3,6	3,6
<b>09</b>	III	-0,5	1,4	-1,3	-5,9	-4,0	-4,7	-8,5	0,1	-4,3	5,5	-0,8	-2,3	2,3	2,2
<b>09</b>	IV	0,6	0,9	-0,9	-4,4	-1,9	-3,8	-5,7	0,3	-3,0	5,6	-0,5	-1,7	1,8	1,7
<b>10</b>	I	1,9	0,9	1,2	-0,5	1,9	0,7	3,2	0,6	-1,6	0,1	-0,5	-1,5	0,6	0,4
<b>10</b>	II	2,5	0,6	1,9	1,3	4,6	1,9	7,4	0,5	1,0	0,9	-2,4	-1,9	-1,3	-1,8
<b>10</b>	III	3,1	-0,9	2,7	2,1	5,9	3,9	7,3	1,3	2,5	0,8	-2,1	-0,9	-1,3	-1,3
<b>10</b>	IV	3,6	-1,6	3,6	2,1	6,4	4,2	7,9	1,4	5,4	6,7	2,2	0,1	-0,4	0,2
<b>11</b>	I	4,3	-0,7	4,1	1,6	7,0	5,5	9,4	1,8	3,1	11,4	3,5	0,2	1,3	1,9

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.

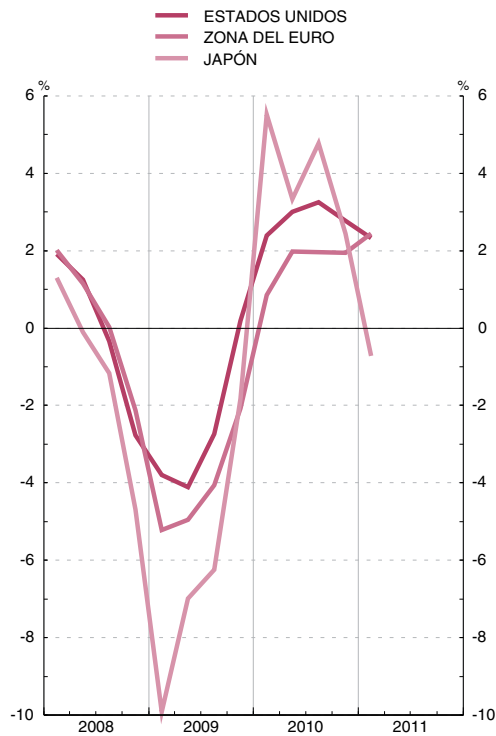
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

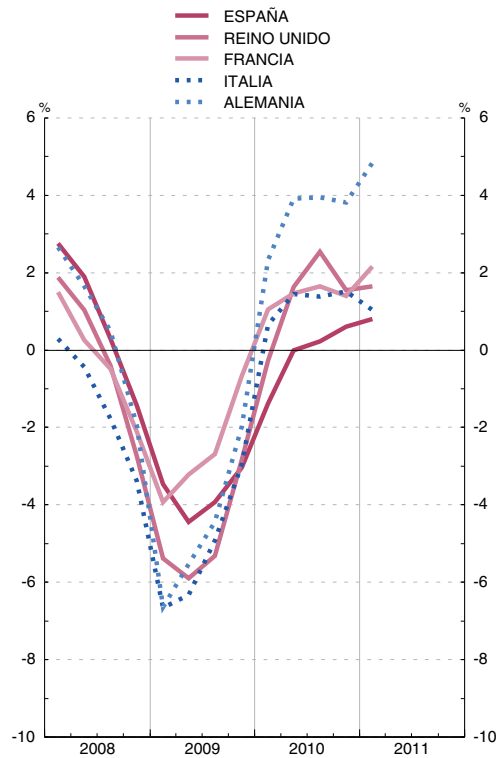
Tasas de variación interanual

	OCDE 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>08</b>	-2,5	0,4	0,3	0,7	0,9	-	-0,2	-1,3	-1,2	-0,1
<b>09</b>	-0,7	-4,2	-4,1	-4,7	-3,7	-2,6	-2,6	-5,2	-6,3	-4,9
<b>10</b>	2,8	1,8	1,7	3,5	-0,1	2,9	1,4	1,2	4,0	1,4
<b>08 I</b>	2,3	2,2	2,0	2,7	2,8	1,9	1,5	0,3	1,3	1,9
<b>II</b>	1,4	1,4	1,1	1,6	1,9	1,2	0,3	-0,4	-0,1	1,0
<b>III</b>	0,1	0,2	0,0	0,5	0,3	-0,3	-0,5	-1,8	-1,2	-0,4
<b>IV</b>	-2,5	-2,2	-2,1	-1,9	-1,4	-2,8	-2,1	-3,4	-4,7	-2,7
<b>09 I</b>	-5,1	-5,1	-5,2	-6,6	-3,5	-3,8	-3,9	-6,7	-9,9	-5,4
<b>II</b>	-4,7	-5,1	-5,0	-5,5	-4,4	-4,1	-3,2	-6,3	-7,0	-5,9
<b>III</b>	-3,5	-4,3	-4,1	-4,4	-3,9	-2,7	-2,7	-4,9	-6,2	-5,3
<b>IV</b>	-0,7	-2,2	-2,1	-2,0	-3,0	0,2	-0,7	-3,0	-1,8	-2,8
<b>10 I</b>	2,6	0,7	0,9	2,3	-1,4	2,4	1,0	0,6	5,5	-0,3
<b>II</b>	3,2	2,0	2,0	3,9	-0,0	3,0	1,5	1,5	3,3	1,6
<b>III</b>	3,2	2,2	2,0	3,9	0,2	3,2	1,6	1,4	4,8	2,5
<b>IV</b>	2,8	2,1	1,9	3,8	0,6	2,8	1,4	1,5	2,4	1,5
<b>11 I</b>	...	2,5	2,4	4,8	0,8	2,3	2,2	1,0	-0,7	1,6

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.

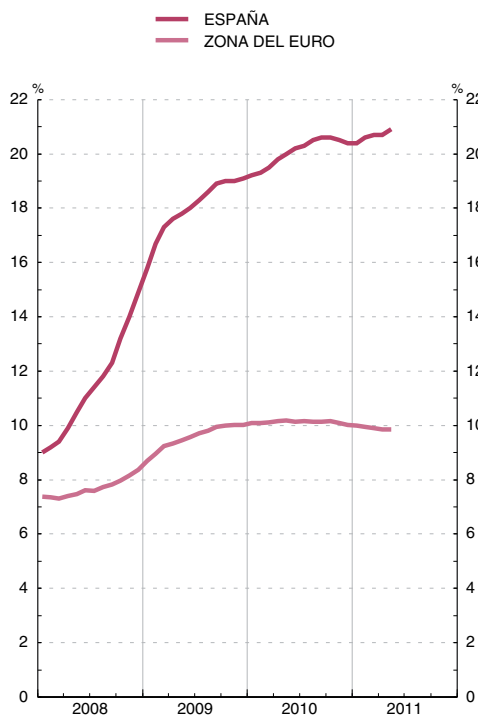
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

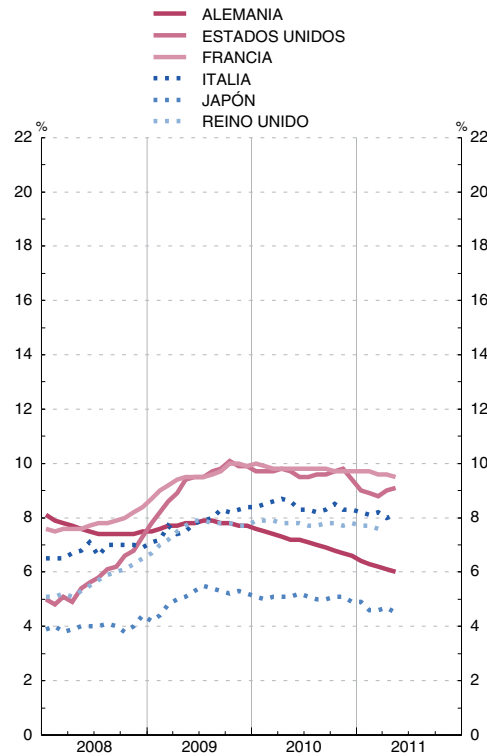
Porcentajes

	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>09</b>	8,4	9,0	9,6	7,7	18,0	9,3	9,5	7,8	5,1	7,6
<b>10</b>	8,6	9,7	10,2	7,1	20,1	9,6	9,8	8,4	5,1	7,8
<b>11</b>	A ...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>09 Dic</b>	8,8	9,5	10,1	7,7	19,1	9,9	9,9	8,4	5,2	7,7
<b>10 Ene</b>	8,7	9,6	10,1	7,6	19,2	9,7	10,0	8,4	5,1	7,9
<i>Feb</i>	8,7	9,7	10,1	7,5	19,3	9,7	9,9	8,5	5,0	7,9
<i>Mar</i>	8,7	9,7	10,1	7,4	19,5	9,7	9,8	8,6	5,1	7,9
<i>Abr</i>	8,7	9,7	10,2	7,3	19,8	9,8	9,8	8,7	5,1	7,8
<i>May</i>	8,6	9,7	10,2	7,2	20,0	9,7	9,8	8,6	5,1	7,8
<i>Jun</i>	8,6	9,7	10,2	7,2	20,2	9,5	9,8	8,3	5,2	7,8
<i>Jul</i>	8,6	9,7	10,2	7,1	20,3	9,5	9,8	8,3	5,1	7,7
<i>Ago</i>	8,6	9,6	10,2	7,0	20,5	9,6	9,8	8,2	5,0	7,7
<i>Sep</i>	8,6	9,7	10,2	6,9	20,6	9,6	9,8	8,3	5,0	7,8
<i>Oct</i>	8,6	9,7	10,2	6,8	20,6	9,7	9,7	8,5	5,1	7,8
<i>Nov</i>	8,6	9,6	10,1	6,7	20,5	9,8	9,7	8,3	5,1	7,7
<i>Dic</i>	8,4	9,6	10,0	6,6	20,4	9,4	9,7	8,3	4,9	7,8
<b>11 Ene</b>	8,3	9,5	10,0	6,4	20,4	9,0	9,7	8,2	4,9	7,7
<i>Feb</i>	8,2	9,4	10,0	6,3	20,6	8,9	9,7	8,1	4,6	7,7
<i>Mar</i>	8,1	9,4	9,9	6,2	20,7	8,8	9,6	8,2	4,6	7,6
<i>Abr</i>	8,1	9,3	9,9	6,1	20,7	9,0	9,6	8,0	4,7	...
<i>May</i>	8,1	9,3	9,9	6,0	20,9	9,1	9,5	8,1	4,5	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

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

■ Serie representada gráficamente.

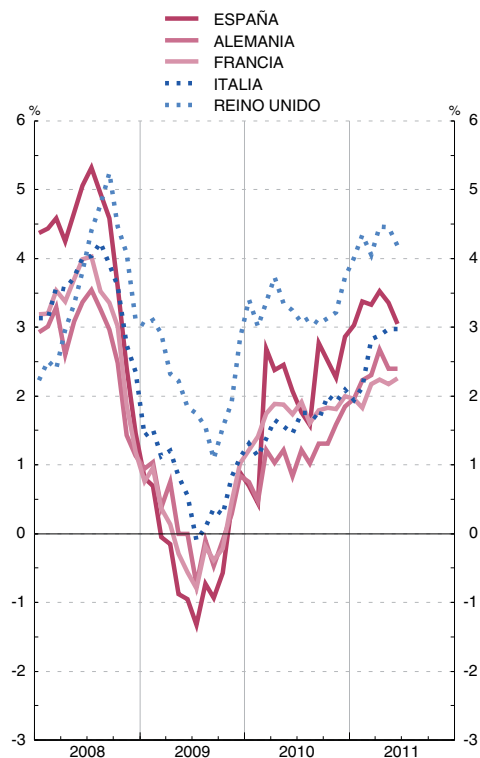
Tasas de variación interanual

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

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.

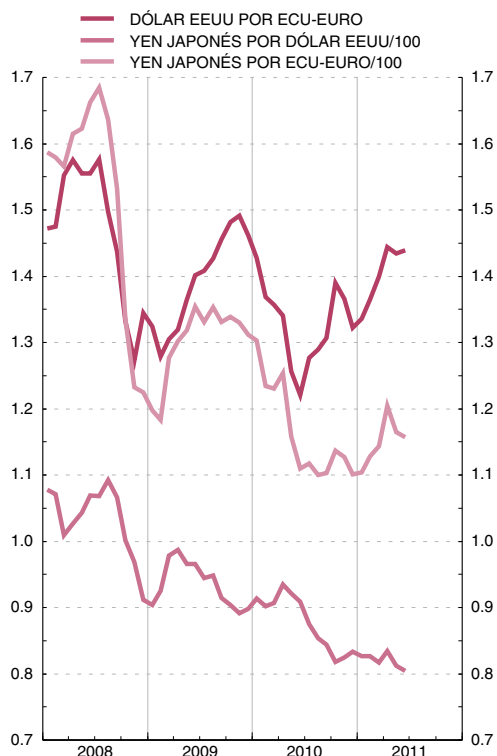
## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

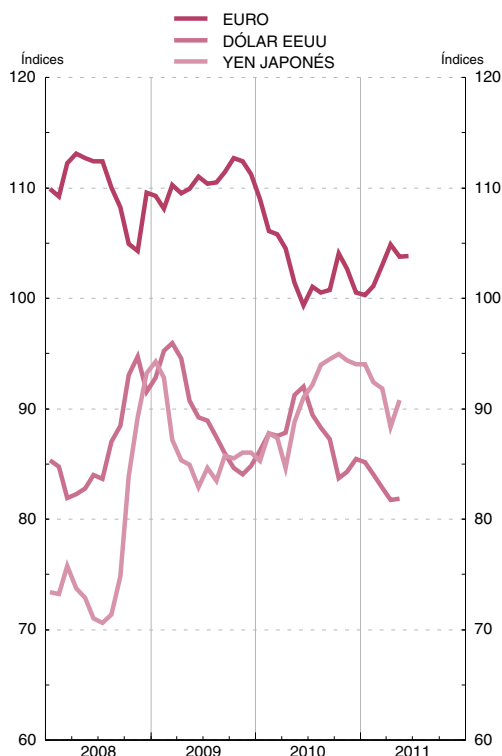
Media de cifras diarias

	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	
08	1,4707	152,31	103,36	110,4	78,2	98,3	109,9	86,6	76,9	107,6	90,5	74,9
09	1,3940	130,30	93,57	111,7	81,1	112,4	110,6	89,5	86,5	104,9	92,7	85,0
10	1,3267	116,42	87,78	104,7	79,1	120,7	103,0	87,6	90,8	98,8	93,2	87,9
10 E-J	1,3283	121,50	91,47	106,0	80,0	116,0	104,4	88,8	87,5	99,8	94,1	85,3
11 E-J	1,4033	115,03	81,99	105,0	74,4	124,5	102,8	83,1	91,5	98,7	89,9	87,5
10 Abr	1,3406	125,33	93,49	106,1	79,2	112,6	104,5	87,8	84,7	100,0	93,4	82,5
May	1,2565	115,83	92,15	102,8	82,4	118,1	101,4	91,3	88,8	97,0	97,2	86,3
Jun	1,2209	110,99	90,92	100,6	83,1	121,0	99,4	92,0	91,0	95,2	97,5	88,4
Jul	1,2770	111,73	87,50	102,5	80,7	123,0	101,0	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	96,6	93,8	90,9
Sep	1,3067	110,26	84,38	102,5	78,8	125,7	100,8	87,3	94,5	97,2	92,7	90,9
Oct	1,3898	113,67	81,79	106,0	75,8	126,1	104,1	83,7	95,0	100,4	89,7	91,0
Nov	1,3661	112,69	82,51	104,7	76,3	125,8	102,7	84,3	94,4	98,9	90,5	90,4
Dic	1,3220	110,11	83,29	102,6	77,5	126,2	100,5	85,5	94,0	96,7	91,6	90,5
11 Ene	1,3360	110,38	82,63	102,4	76,6	126,5	100,3	85,2	94,0	96,7	90,8	90,3
Feb	1,3649	112,77	82,63	103,4	75,6	125,1	101,1	84,1	92,4	97,6	90,1	88,5
Mar	1,3999	114,40	81,72	105,2	74,4	125,2	103,0	82,9	91,9	99,0	89,8	87,7
Abr	1,4442	120,42	83,39	107,0	73,2	120,7	104,9	81,7	88,4	100,5	89,1	84,3
May	1,4349	116,47	81,17	106,0	73,2	124,3	103,7	81,9	90,8	99,2	89,9	86,4
Jun	1,4388	115,75	80,45	106,1	73,2	125,3	103,8	...	...	98,9	...	...

### 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.

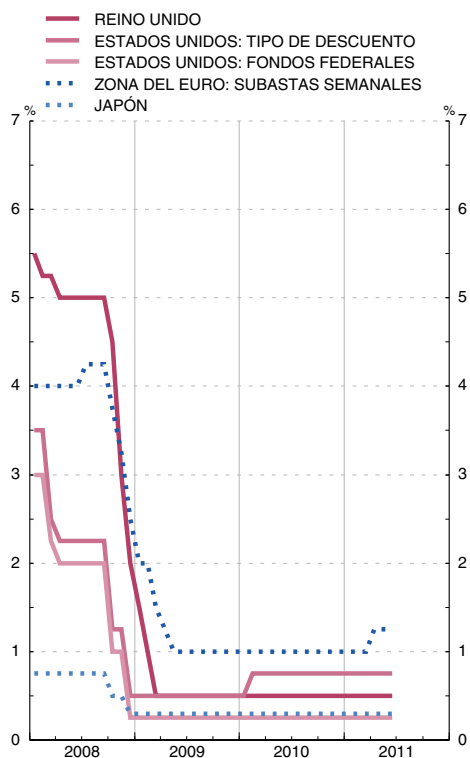
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

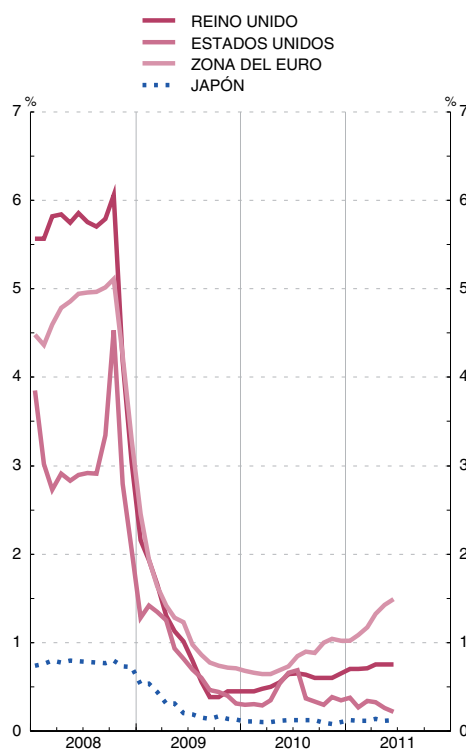
Porcentajes

	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>08</b>	2,50	0,50	0,25	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>10</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,78	0,81	-	-	0,40	-	-	0,11	0,57
<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
<b>Feb</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,62	0,66	-	-	0,30	-	-	0,11	0,45
<b>Mar</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,61	0,65	-	-	0,29	-	-	0,10	0,48
<b>Abr</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,62	0,65	-	-	0,35	-	-	0,10	0,50
<b>May</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,66	0,69	-	-	0,54	-	-	0,11	0,55
<b>Jun</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,70	0,74	0,73	-	-	0,66	-	-	0,12	0,64
<b>Jul</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,75	0,83	0,85	-	-	0,69	-	-	0,12	0,65
<b>Ago</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,86	0,90	-	-	0,37	-	-	0,12	0,64
<b>Sep</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,63	0,84	0,88	-	-	0,33	-	-	0,13	0,60
<b>Oct</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,93	1,00	-	-	0,30	-	-	0,09	0,60
<b>Nov</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,04	-	-	0,38	-	-	0,08	0,60
<b>Dic</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,02	-	-	0,35	-	-	0,10	0,65
<b>11 Ene</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,70	0,99	1,02	-	-	0,37	-	-	0,12	0,70
<b>Feb</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,68	1,05	1,09	-	-	0,27	-	-	0,12	0,70
<b>Mar</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,74	1,13	1,18	-	-	0,34	-	-	0,11	0,71
<b>Abr</b>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,78	1,25	1,32	-	-	0,32	-	-	0,14	0,75
<b>May</b>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,34	1,43	-	-	0,26	-	-	0,12	0,75
<b>Jun</b>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,39	1,49	-	-	0,21	-	-	0,12	0,75

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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



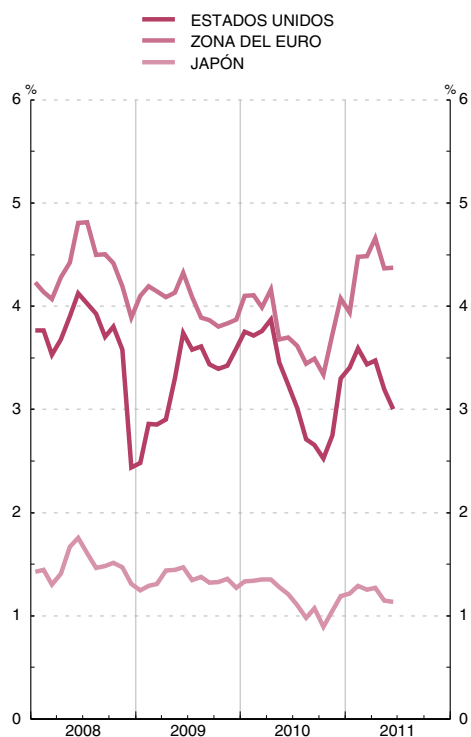
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

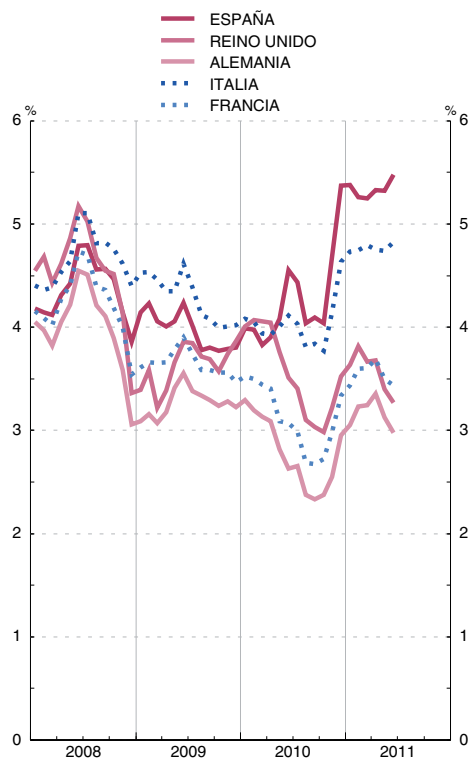
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>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>10</b>	3,05	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56
<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
<b>11 Ene</b>	3,32	4,02	3,94	3,05	5,38	3,41	3,44	4,73	1,22	3,63
<b>Feb</b>	3,46	4,13	4,48	3,23	5,26	3,59	3,60	4,74	1,29	3,81
<b>Mar</b>	3,40	4,15	4,49	3,24	5,25	3,44	3,60	4,80	1,26	3,67
<b>Abr</b>	3,46	4,26	4,66	3,36	5,33	3,47	3,69	4,75	1,27	3,68
<b>May</b>	3,28	4,15	4,37	3,13	5,32	3,19	3,50	4,74	1,15	3,40
<b>Jun</b>	3,18	4,14	4,37	2,98	5,48	3,00	3,44	4,82	1,14	3,27

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

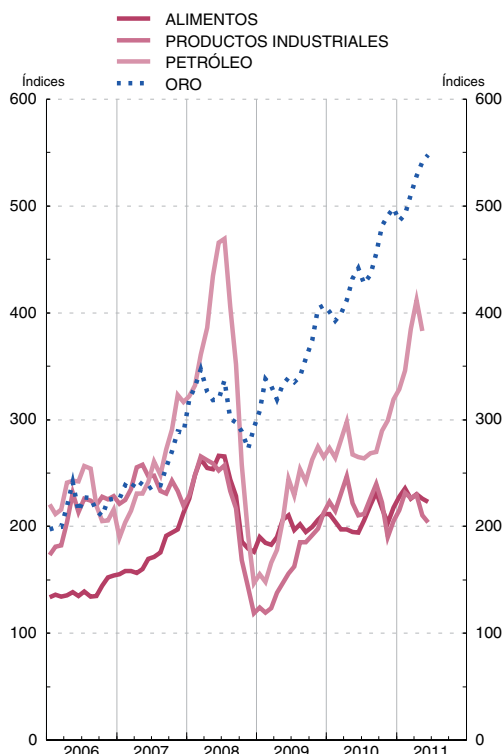
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
	1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	7	8	9	10	11
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
09	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
10 E-J	146,6	210,6	199,8	224,7	202,5	236,7	274,9	77,5	413,2	1 152,8	28,06
11 E-J	198,4	223,7	227,9	219,4	278,0	194,3	...	112,1	517,9	1 444,9	33,11
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
Jun	152,4	201,1	193,9	210,5	206,2	212,9	264,7	75,0	442,0	1 232,9	32,45
Jul	150,4	208,1	205,4	211,4	198,1	218,7	263,9	76,4	427,6	1 193,0	30,01
Ago	159,6	222,9	220,2	226,4	203,5	238,9	268,8	77,9	435,8	1 215,8	30,31
Sep	166,1	235,2	231,7	239,6	223,0	248,8	269,7	78,4	455,6	1 271,0	31,25
Oct	168,6	219,0	216,8	222,6	223,0	223,5	289,4	83,0	481,1	1 342,0	31,04
Nov	180,1	196,8	203,2	190,1	223,5	175,7	299,4	85,7	491,1	1 369,9	32,27
Dic	198,3	211,3	217,6	204,8	248,0	186,2	319,0	92,3	498,2	1 389,7	33,80
11 Ene	207,1	221,5	227,7	215,2	266,7	193,1	328,2	97,4	486,2	1 356,4	32,70
Feb	212,5	233,5	235,4	231,5	301,3	201,5	346,1	103,7	492,1	1 372,7	32,35
Mar	201,2	226,3	226,0	226,8	298,4	196,1	384,8	115,4	510,5	1 424,0	32,66
Abr	198,4	229,9	230,2	229,5	300,8	199,0	411,9	124,4	528,3	1 473,8	32,88
May	189,0	218,4	226,0	210,6	258,1	190,2	383,2	116,2	541,4	1 510,4	33,90
Jun	183,4	213,5	222,8	203,9	244,5	186,5	...	114,9	548,0	1 528,7	34,15

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

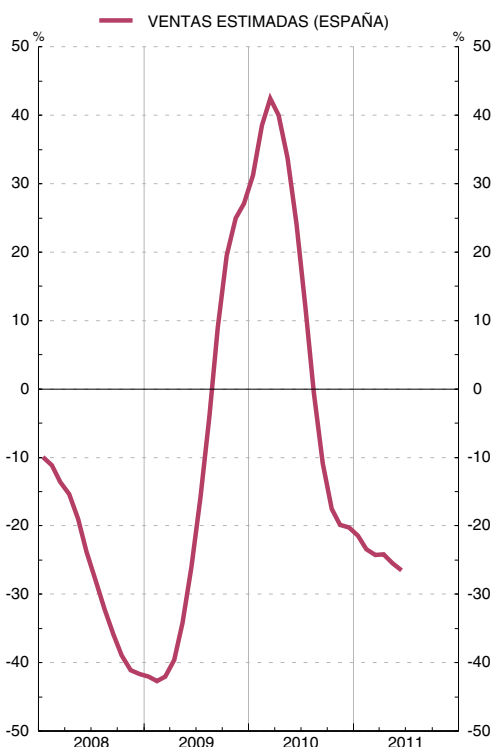
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que		Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro Matriculaciones	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista (a)	Matriculaciones	Uso privado				Total	Del cual Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unificadas	Pro memoria: zona del euro (a)	
				1					2	3	4								5
<b>08</b>		-33,7	-32,6	-20,4	-27,6	-18,1	-10,0	-27,4	-30,0	-28,1	-8,0	-5,7	-5,7	-2,3	-5,2	1,1	-8,6	-8,0	-0,8
<b>09</b>	P	-28,2	-26,2	-13,2	-24,6	-24,8	-15,5	-18,1	-10,7	-17,9	4,6	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2	-2,0
<b>10</b>	P	-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,0	-4,0	3,0	-1,3	3,1	-8,1	-1,6	-0,9	-0,4	1,9	-3,1	-2,0	1,1	
<b>10 E-J</b>	P	-20,6	-17,0	-8,7	-14,3	-16,8	-7,0	39,6	33,6	39,5	-2,6	-0,8	0,3	-0,3	0,1	2,4	-2,1	-0,8	0,9
<b>11 E-J</b>	P	-17,9	-14,8	-7,8	-20,4	-10,5	-1,5	-27,3	-11,4	-26,8	-2,4	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>10 Jul</b>	P	-25,8	-27,2	-15,9	-21,4	-14,0	-4,0	-23,9	-31,0	-24,1	-18,2	-2,2	-2,0	1,5	-2,2	3,9	-4,2	-4,3	1,7
<b>Ago</b>	P	-19,9	-18,0	-11,9	-21,0	-11,4	-3,5	-22,9	-25,5	-23,8	-19,2	-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	-13,3	-11,0	-0,8	-27,0	-27,2	-27,3	-12,4	-3,0	-2,9	-0,8	-5,8	0,6	-6,3	-3,6	1,6
<b>Oct</b>	P	-19,7	-17,3	-8,4	-22,3	-10,9	-0,8	-37,9	-36,0	-37,6	-15,4	-2,9	-2,6	-2,1	-1,0	0,4	-5,0	-5,1	1,5
<b>Nov</b>	P	-20,7	-16,3	-10,0	-20,7	-9,4	-1,1	-25,8	-22,1	-25,5	-10,1	-1,0	-0,7	1,0	-0,8	3,3	-4,4	-2,5	1,3
<b>Dic</b>	P	-22,8	-20,2	-9,8	-22,6	-11,0	4,3	-24,0	-19,9	-23,9	-7,0	-4,5	-3,9	-2,0	-5,2	-0,4	-4,1	-5,4	0,2
<b>11 Ene</b>	P	-21,0	-22,6	-10,5	-22,3	-11,2	-0,6	-23,6	-16,4	-23,5	-4,4	-4,6	-4,5	-3,2	-6,3	-0,4	-4,6	-6,1	0,9
<b>Feb</b>	P	-15,2	-18,2	-5,5	-20,1	-10,0	-0,2	-28,0	-13,1	-27,6	0,1	-4,6	-4,6	-2,9	-7,1	0,1	-3,9	-6,3	1,3
<b>Mar</b>	P	-22,6	-15,0	-10,6	-23,1	-10,6	-1,4	-29,8	-8,9	-29,1	-4,6	-7,9	-8,1	-5,7	-12,4	-3,8	-7,9	-8,7	-1,3
<b>Abr</b>	P	-21,0	-15,2	-11,0	-21,7	-11,6	-1,8	-24,1	-12,0	-23,3	-0,2	-2,1	-1,5	1,1	0,5	6,4	-3,5	-6,1	1,3
<b>May</b>	P	-15,5	-11,5	-6,2	-18,7	-9,9	-2,4	-24,1	-4,3	-23,3	-1,2	-5,8	-5,8	-3,5	-8,5	-	-8,6	-6,7	-1,5
<b>Jun</b>	P	-11,9	-6,3	-2,9	-16,5	-9,8	-2,4	-31,5	-14,8	-31,4	-3,9	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.  
a. Índice corregido de efecto calendario.

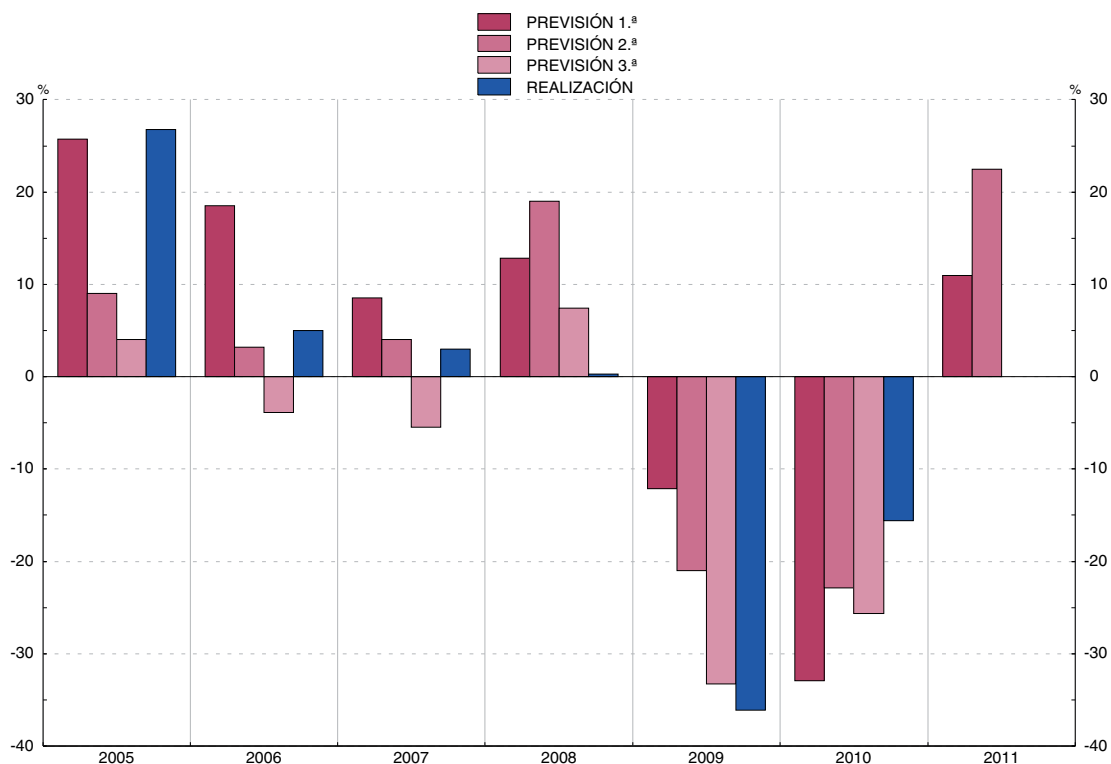
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1	2	3	4	
	Realización	Previsión 1. <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		-16	-33	-23	-26
11		...	11	23	...

#### 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.

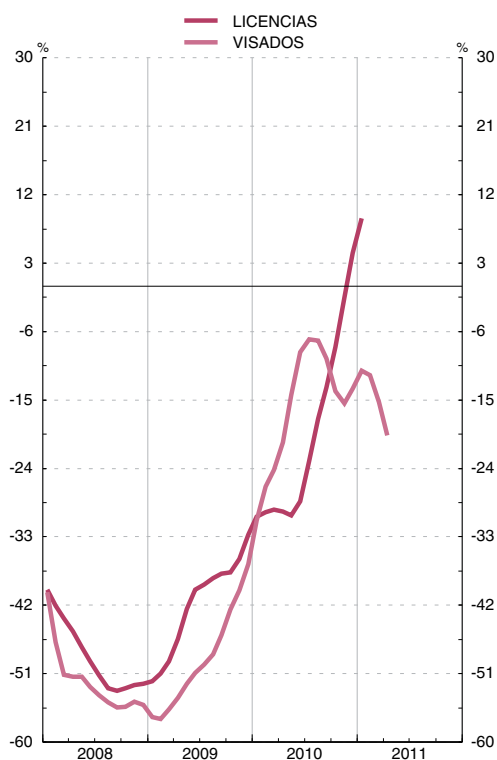
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

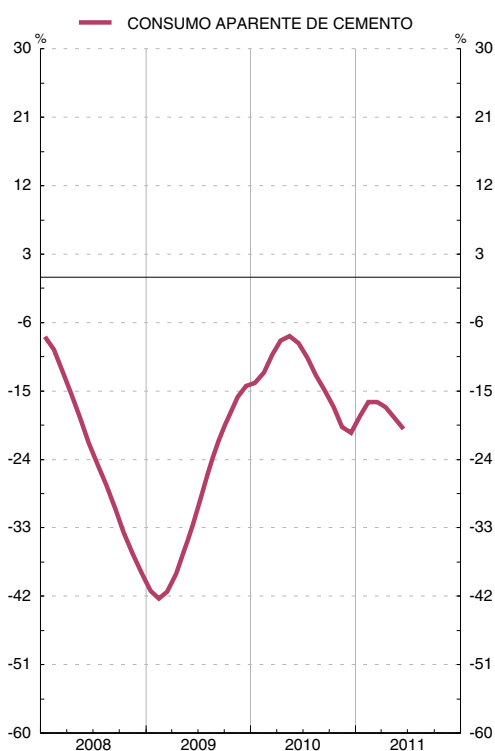
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
		Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil
			Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
											Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
08	P	-48,5	-53,1	-53,8	-29,8	-52,1	-56,6	2,9	2,9	-7,5	8,5	13,4	-11,5	7,2	-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	-11,4	-32,3
10	P	-28,7	-24,3	-25,2	-36,9	-16,0	-16,1	-37,9	-37,9	-20,1	-38,1	-38,7	-14,4	-45,1	-14,8
10 E-J	P	-42,2	-39,1	-39,9	-47,8	-18,7	-18,0	-39,8	-39,8	-21,8	-28,5	-23,1	-20,1	-48,0	-14,5
11 E-J	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-10,2
10 Mar	P	-42,4	-39,3	-39,2	-48,3	-24,5	-11,6	-44,5	-52,2	-11,3	93,8	80,6	-28,6	-59,2	-16,4
Abr	P	-48,7	-53,1	-53,4	-37,8	-23,7	-23,7	-28,5	-48,1	7,8	-67,3	-64,8	38,5	-44,4	-9,1
May	P	-44,1	-50,6	-51,1	-29,1	-15,1	-14,4	0,4	-42,4	26,6	-15,7	-41,0	42,2	-10,6	-7,3
Jun	P	-52,2	-39,5	-40,0	-67,6	3,0	9,0	-22,3	-39,8	-39,7	-36,2	-9,9	-40,3	-12,5	-10,7
Jul	P	-30,0	-28,2	-25,7	-34,4	-13,1	-23,6	-55,5	-42,1	-28,7	-56,9	-66,7	-11,5	-67,3	-15,5
Ago	P	-5,2	15,5	15,2	-31,5	-1,6	2,0	-29,1	-40,8	-30,0	-43,5	-46,3	-25,5	-28,7	-11,2
Sep	P	-28,9	-15,3	-15,1	-47,7	1,4	-0,7	-13,7	-38,9	-26,1	20,6	125,8	-33,8	-9,4	-16,2
Oct	P	-16,0	-19,5	-20,7	-8,1	-27,7	-30,4	-0,4	-36,6	36,6	53,1	-50,4	33,4	-15,2	-15,8
Nov	P	2,0	10,2	2,2	-14,8	-13,2	-13,7	-15,1	-35,1	-27,8	-61,1	347,5	-4,3	-9,3	-20,5
Dic	P	11,1	10,0	11,3	13,7	-15,6	-4,4	-57,0	-37,9	-9,6	-73,4	-66,8	22,7	-65,5	-9,6
11 Ene	P	14,4	22,7	21,8	-8,2	-4,8	13,9	-18,4	-18,4	-27,3	-45,8	30,1	-22,4	-12,4	0,3
Feb	P	...	...	...	...	-6,3	5,0	-46,2	-35,0	-57,2	-58,6	-72,0	-57,1	-37,9	0,9
Mar	P	...	...	...	...	-16,2	-23,3	-57,7	-44,5	-66,4	-65,8	-92,6	-66,6	-49,5	-7,3
Abr	P	...	...	...	...	-22,9	-25,0	-49,0	-45,6	-61,7	40,0	98,4	-71,5	-38,2	-17,1
May	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-10,7
Jun	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-20,4

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



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



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

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

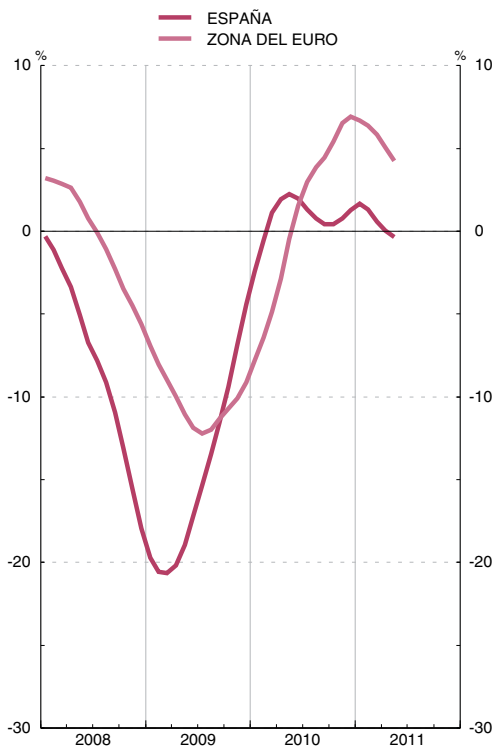
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

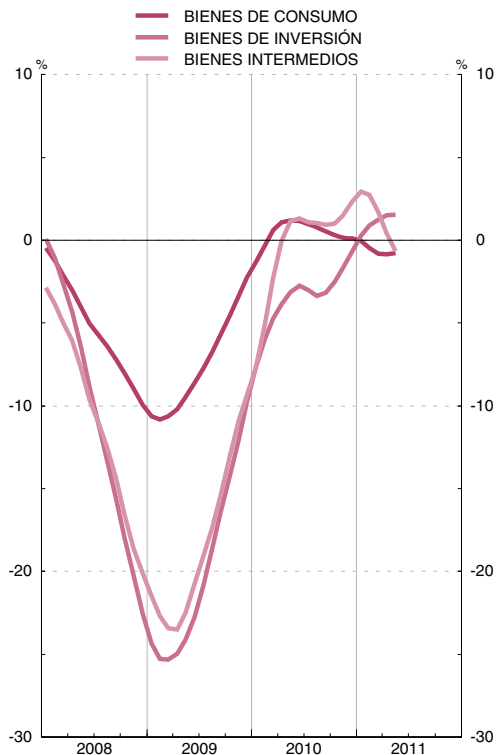
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,6	-1,7	-1,8	0,1	-3,4
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-14,7	-15,8	-4,9	-20,8	-19,0
10	MP	83,4	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5	4,4	0,6	2,9	7,4	7,9	3,3	9,4	10,1
10	E-M	MP	83,4	1,7	1,7	-2,4	4,9	-0,2	5,8	1,4	3,3	7,0	3,4	5,7	11,5
11	E-M	MP	84,4	1,2	-0,7	3,4	2,4	-0,4	-11,2	1,8	-1,2	5,8	2,2	11,6	7,5
10	Feb	P	80,8	-1,9	-3,1	-3,5	1,1	-3,6	4,1	2,5	2,6	4,8	5,0	2,3	4,0
	Mar	P	91,2	6,8	8,5	2,0	8,0	7,7	7,8	6,4	11,0	7,9	8,2	5,5	4,9
	Abr	P	82,2	3,0	4,4	-4,8	8,4	-0,3	7,7	2,9	4,0	9,4	9,5	2,7	9,4
	May	P	86,1	5,1	4,0	0,7	9,7	2,0	15,4	5,0	3,8	10,0	10,0	4,6	9,9
	Jun	P	89,0	3,2	2,1	1,9	4,6	4,1	7,4	3,6	-0,3	8,7	9,4	4,5	9,8
	Jul	P	89,7	-2,3	-3,2	-5,9	-2,5	6,0	3,4	-2,9	2,5	7,6	8,1	4,0	9,9
	Ago	P	63,9	3,4	5,7	-7,4	6,5	3,9	14,8	3,6	1,5	8,4	9,5	4,2	12,8
	Sep	P	86,1	-1,1	-0,3	-6,7	0,1	2,5	4,6	-1,5	2,2	5,6	6,1	1,4	8,5
	Oct	P	84,9	-3,5	-3,2	-8,9	-3,3	2,9	4,7	-4,3	2,8	7,3	7,8	3,2	13,1
	Nov	P	90,3	3,4	1,4	2,0	4,1	8,5	-7,6	3,2	7,3	8,2	8,6	3,4	13,2
	Dic	P	79,4	0,4	0,8	-3,5	0,9	3,7	-2,1	0,1	2,6	8,9	9,4	2,0	16,9
11	Ene	P	80,5	5,0	3,5	5,0	7,1	3,8	-3,8	5,4	3,3	6,3	8,0	0,9	12,7
	Feb	P	83,5	3,3	0,1	5,1	6,6	0,2	-10,9	4,3	-2,3	7,8	9,7	2,9	15,0
	Mar	P	92,4	1,3	-3,2	3,1	5,6	-1,8	-9,0	1,7	-0,6	5,8	6,9	1,1	11,3
	Abr	P	78,9	-4,0	-6,1	-1,3	-4,1	-3,2	-15,9	-3,7	-5,5	5,3	6,7	4,2	10,2
	May	P	86,8	0,8	2,9	5,1	-2,3	-1,3	-14,6	1,5	-1,9	4,0	5,3	2,0	9,2

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

a. España: base 2005 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

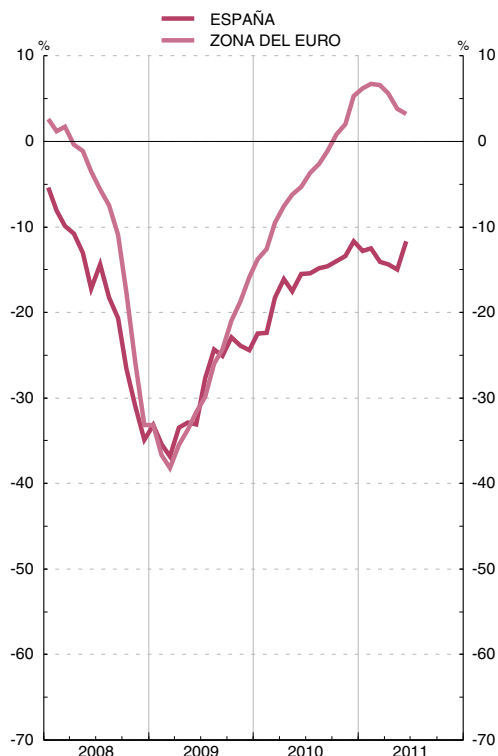
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

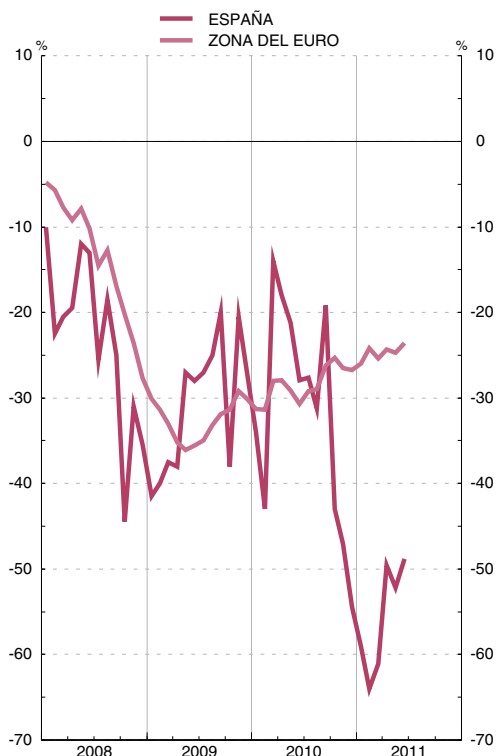
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
08	M	-18	-16	-8	-24	-17	21	-12	-7	-27	-3	-23	-2	-20	-16	-16	-8	-13	-13
09	M	-29	-34	-11	-54	-52	23	-19	-26	-37	-44	-31	-20	-32	-13	-19	-29	-57	-33
10	M	-16	-8	-1	-37	-29	11	-10	-14	-18	-52	-32	-19	-31	-26	-33	-5	-25	-28
10 E-J	M	-19	-15	0	-43	-36	14	-11	-18	-20	-54	-26	-19	-30	-15	-25	-9	-35	-30
11 E-J	M	-13	-8	-2	-28	-22	10	-10	-10	-13	-56	-56	-25	-53	-38	-31	5	-1	-25
10 Mar		-18	-21	1	-44	-36	12	-12	-16	-20	-57	-14	-57	-20	12	-28	-10	-39	-28
Abr		-16	-9	3	-40	-30	11	-10	-14	-17	-53	-18	9	-25	6	-12	-8	-33	-28
May		-18	-4	-1	-37	-33	14	-11	-13	-21	-52	-21	11	-27	-8	-7	-6	-28	-29
Jun		-16	-1	1	-36	-27	12	-9	-15	-14	-55	-28	9	-39	-26	-37	-5	-26	-31
Jul		-15	7	-0	-35	-29	11	-9	-11	-18	-55	-28	0	-30	-6	-4	-4	-21	-29
Ago		-15	1	-2	-33	-22	9	-6	-13	-17	-58	-31	1	-18	-46	-47	-3	-18	-29
Sep		-15	1	-4	-33	-22	7	-9	-12	-20	-22	-19	-34	-21	-2	-43	-1	-16	-26
Oct		-14	-7	-2	-31	-9	9	-10	-14	-14	-37	-43	-25	-32	-55	-55	1	-13	-25
Nov		-13	-7	-2	-30	-24	8	-9	-11	-14	-68	-47	-29	-43	-56	-44	2	-11	-27
Dic		-12	-7	3	-28	-26	10	-7	-5	-14	-57	-54	-29	-51	-51	-48	5	-5	-27
11 Ene		-13	-7	-1	-28	-20	10	-9	-6	-14	-57	-59	-35	-67	-41	-24	6	-3	-26
Feb		-13	-14	1	-29	-27	10	-9	-9	-12	-61	-64	-42	-58	-50	-51	7	-1	-24
Mar		-14	-7	-2	-29	-24	11	-12	-13	-13	-54	-61	-48	-58	-43	-21	7	-0	-25
Abr		-14	-6	-4	-28	-21	12	-9	-14	-12	-68	-50	-10	-47	-43	-27	6	0	-24
May		-15	-7	-5	-28	-22	12	-12	-12	-16	-65	-52	-6	-47	-24	-31	4	-3	-25
Jun		-12	-6	-3	-26	-17	6	-10	-4	-13	-33	-49	-6	-41	-27	-31	3	-2	-24

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.

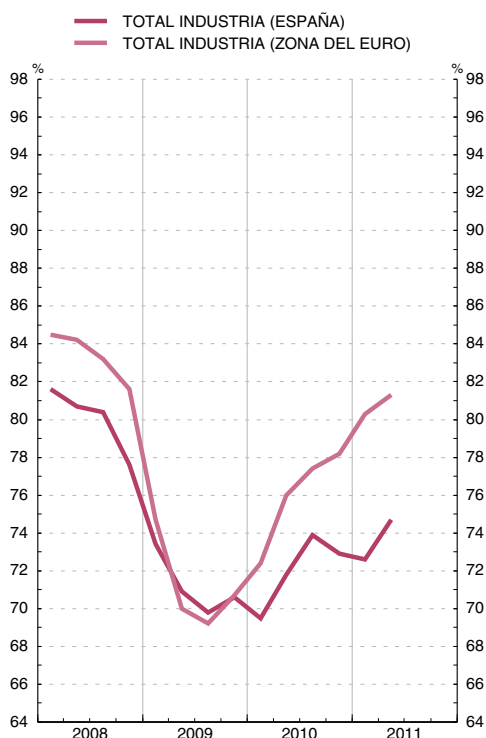
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

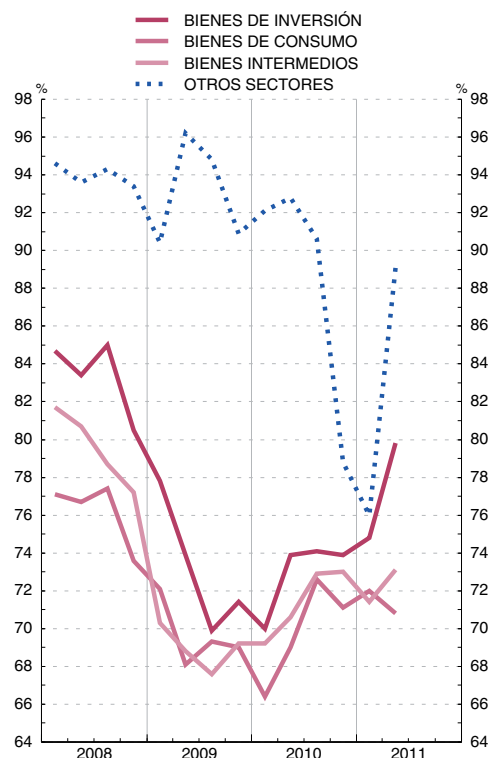
Porcentajes y saldos

	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>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	83,4
<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	71,1
<b>10</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	76,0
<b>10 I-II</b>	70,7	72,3	23	67,7	68,6	20	72,0	72,7	24	69,9	72,6	27	92,5	93,2	0	74,2
<b>11 I-II</b>	73,7	74,6	17	71,4	72,7	16	77,3	77,3	12	72,3	73,5	21	82,6	85,2	2	80,8
<b>08 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	81,6
<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	-	74,7
<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	-	70,0
<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	69,2
<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	-	70,7
<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	72,4
<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	-	76,0
<b>III</b>	73,9	74,6	15	72,6	73,6	10	74,1	74,5	19	72,9	73,8	18	90,6	90,9	0	77,4
<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	78,2
<b>11 I</b>	72,6	73,4	16	72,0	72,6	13	74,8	75,0	15	71,4	72,7	20	76,0	78,4	3	80,3
<b>II</b>	74,7	75,8	17	70,8	72,7	20	79,8	79,6	9	73,1	74,2	21	89,1	91,9	-	81,3

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

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

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



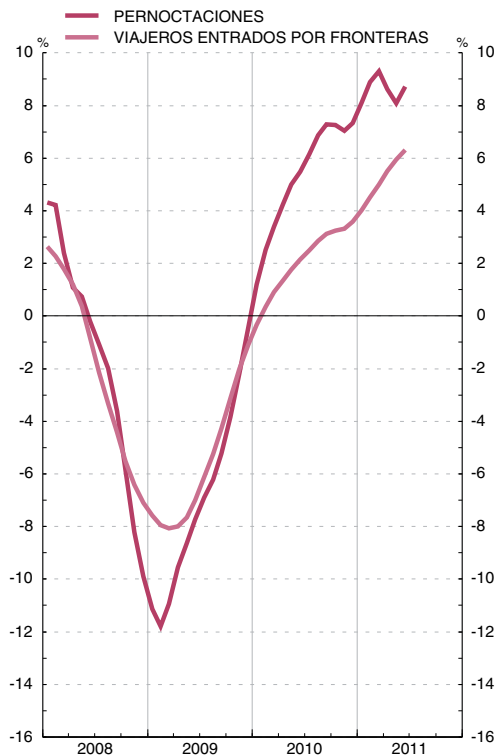
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

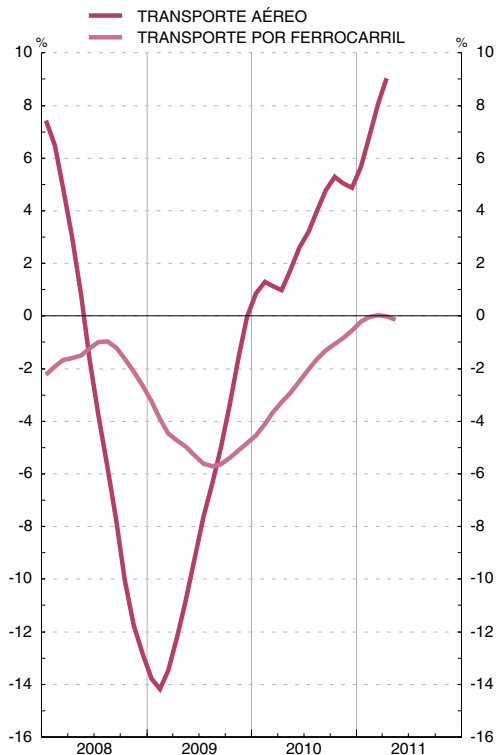
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
08	-1,7	-0,1	-1,2	0,2	-1,3	-2,5	0,6	-3,0	-7,5	0,3	0,0	0,6	-2,1	-0,7	-10,3	
09	-7,1	-10,6	-6,7	-9,3	-5,9	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-8,0	-9,6	-4,1	-12,9	-5,7	-24,8	
10	6,3	11,7	6,5	9,2	2,0	1,0	3,4	3,0	1,3	4,1	15,8	2,8	4,6	-2,6	-3,0	
10 E-J	P	4,8	7,4	3,9	3,4	1,2	-1,8	5,3	1,2	2,0	0,7	25,3	4,4	2,5	-3,6	-0,2
11 E-J	P	4,1	11,4	6,9	14,0	6,7	7,5	5,5	...	...	...	...	...	...	...	...
10 Mar		7,3	6,9	7,1	5,6	8,1	3,2	14,3	5,5	5,4	5,6	29,8	8,0	1,9	-3,7	-9,2
Abr		3,5	8,7	0,7	-0,2	-5,4	-13,3	6,2	-8,6	-3,3	-12,4	40,7	-4,2	2,7	0,5	2,3
May		5,6	9,2	5,5	5,8	-1,2	1,2	-4,9	3,2	1,9	4,1	30,6	2,3	3,6	-4,3	10,7
Jun	P	6,0	7,5	4,9	4,3	4,5	1,6	9,4	3,4	1,0	4,9	17,6	4,5	3,5	-3,6	4,7
Jul	P	8,5	15,6	6,7	10,3	2,9	4,5	0,6	3,8	-1,6	7,0	10,0	4,4	7,1	-3,4	5,3
Ago	P	6,4	14,7	8,1	14,7	2,8	4,0	1,4	3,8	-1,5	7,0	10,6	-3,1	3,7	-1,6	-0,9
Sep	P	6,7	14,4	7,4	12,3	8,0	4,2	14,1	5,8	2,4	7,9	4,1	9,1	2,7	0,0	-14,4
Oct	P	8,8	13,3	8,5	10,4	3,6	4,2	2,7	8,9	6,5	10,4	6,7	1,5	7,7	-2,0	-3,7
Nov	P	4,3	13,0	4,8	10,9	0,2	2,7	-2,5	5,5	4,0	6,7	10,9	0,8	8,1	-1,5	-3,9
Dic	P	4,6	9,0	3,6	3,3	-4,9	-4,6	-5,1	-2,0	-4,6	0,2	5,9	-1,2	9,8	-0,6	-14,6
11 Ene	P	2,9	8,5	4,6	9,0	6,1	4,7	7,5	6,4	2,7	9,3	9,2	...	...	0,7	-7,6
Feb	P	3,2	7,0	5,4	9,6	3,9	4,3	3,6	4,9	-0,6	9,5	5,9	...	...	3,0	14,7
Mar	P	1,0	11,1	4,9	13,5	0,2	0,6	-0,2	4,8	0,5	8,3	4,0	...	...	4,3	17,3
Abr	P	8,5	13,3	11,9	20,6	13,3	20,9	4,1	20,7	4,3	33,5	-8,8	...	...	-0,9	2,7
May	P	-0,8	6,9	1,6	9,3	3,5	4,2	2,3	...	...	...	...	...	...	-3,1	...
Jun	P	8,4	18,0	10,9	18,1	11,1	8,5	15,4	...	...	...	...	...	...	...	...

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

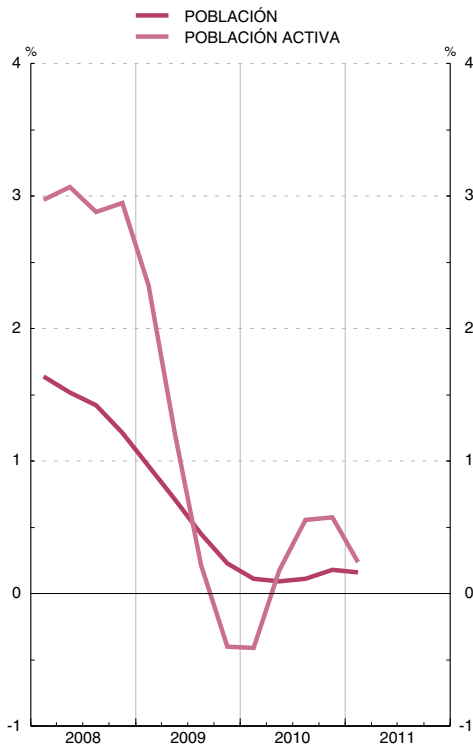
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

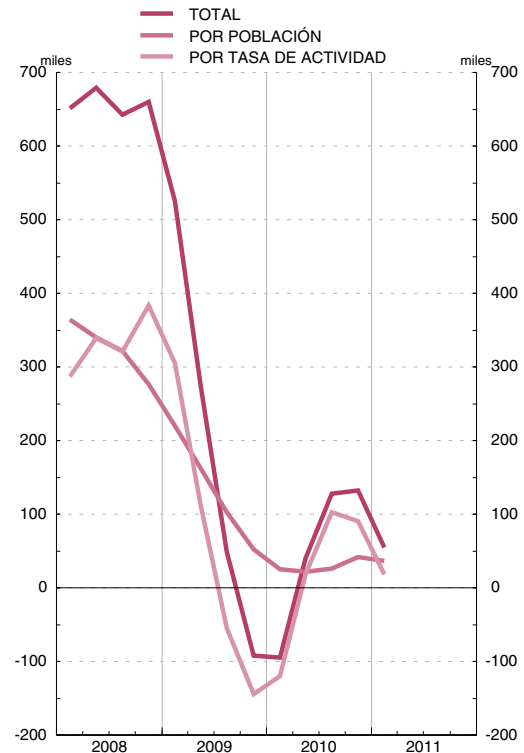
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4	
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
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	
10	M	38 479	48	0,1	60,00	23 089	51	29	23	0,2	
10	I-I	38 451	42	0,1	59,83	23 007	-95	25	-120	-0,4	
11	I-I	38 512	61	0,2	59,88	23 062	55	37	18	0,2	
08	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	
	IV	38 512	69	0,2	59,99	23 105	132	42	91	0,6	
11	I	38 512	61	0,2	59,88	23 062	55	37	18	0,2	

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).

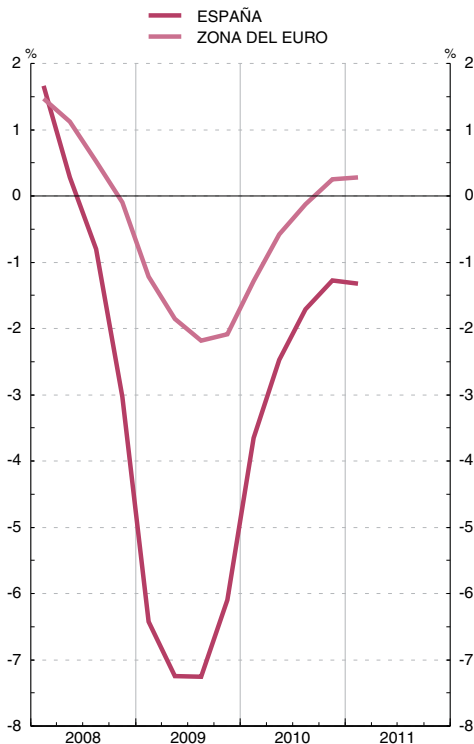
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

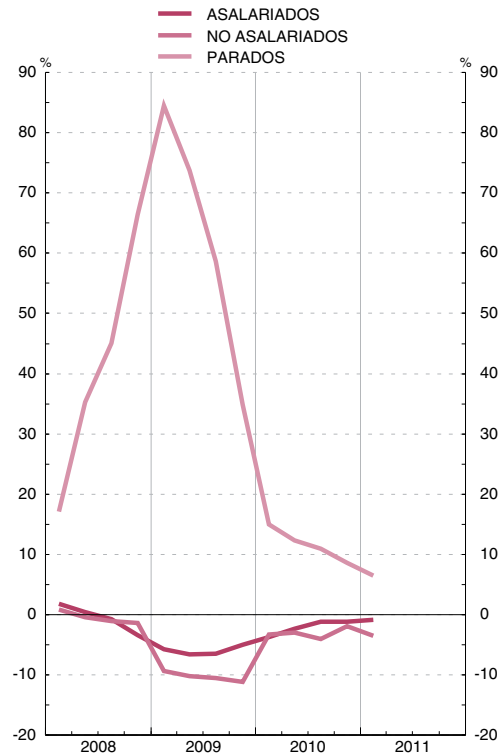
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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
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	7,68
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	9,56
10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,4	10,12
10	I-I	18 394	-697	-3,6	15 253	-590	-3,7	3 141	-107	-3,3	4 613	602	15,0	20,05	-1,3	10,09
11	I-I	18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,3	9,95
08	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	7,72
	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	8,16
09	I	19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,2	8,97
	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	9,45
	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	9,81
	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	10,02
10	I	18 394	-697	-3,6	15 253	-590	-3,7	3 141	-107	-3,3	4 613	602	15,0	20,05	-1,3	10,09
	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	10,16
	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	10,14
	IV	18 408	-238	-1,3	15 314	-178	-1,2	3 094	-59	-1,9	4 697	370	8,6	20,33	0,3	10,08
11	I	18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,3	9,95

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



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

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

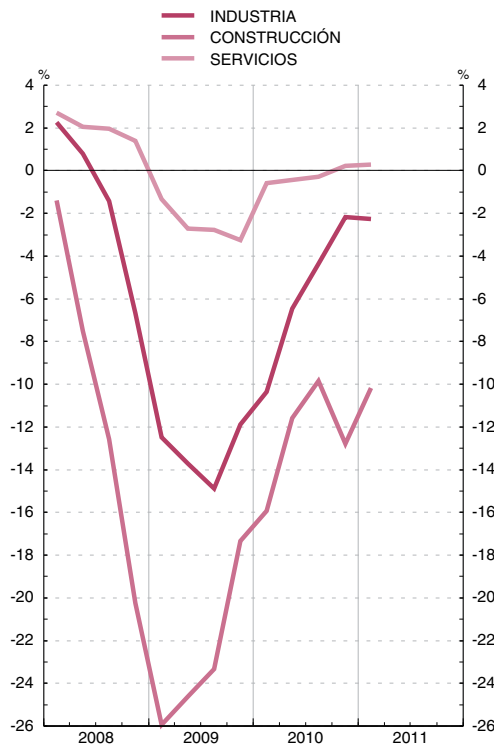
#### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

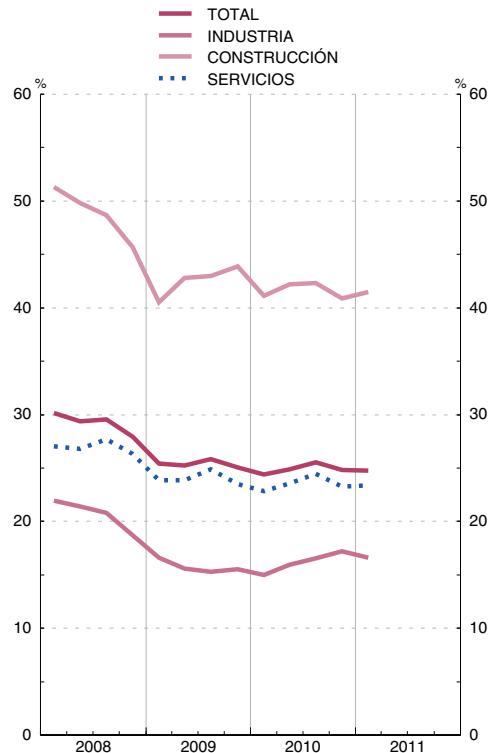
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: Ocupados ramas no agrarias	
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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	
10	M	-2,3	-2,1	24,9	0,9	5,4	59,1	-5,9	-5,2	16,2	-12,6	-14,9	41,6	-0,3	-0,1	23,5	-2,4	
10	I-I	M	-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
11	I-I	M	-1,3	-0,9	24,8	-6,2	-4,6	59,1	-2,3	-1,1	16,6	-10,2	-9,0	41,5	0,3	0,2	23,4	-1,1
08	III		-0,8	-0,7	29,5	-4,6	-9,5	54,2	-1,4	-1,6	20,8	-12,6	-14,1	48,7	2,0	2,4	27,7	-0,6
	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
	IV		-1,3	-1,2	24,8	2,8	7,7	61,3	-2,2	-0,7	17,2	-12,8	-15,1	40,9	0,2	0,1	23,3	-1,5
11	I		-1,3	-0,9	24,8	-6,2	-4,6	59,1	-2,3	-1,1	16,6	-10,2	-9,0	41,5	0,3	0,2	23,4	-1,1

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

a. Series recalculadas a partir de la matriz de paso a CNAE 2009 publicada por el INE. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005 se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

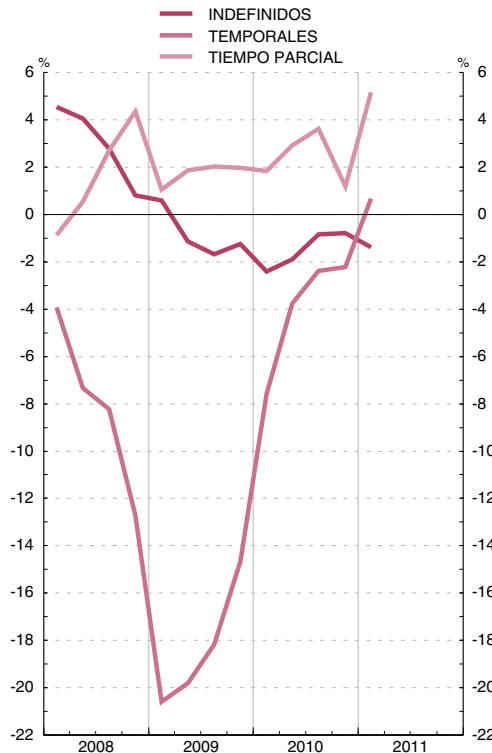
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

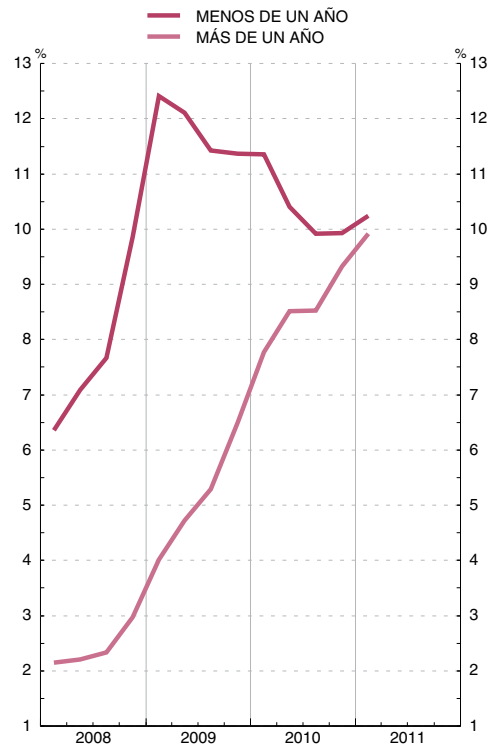
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados								Parados					
		Por tipo de contrato				Por duración de jornada				Por duración					
		Indefinido		Temporal		Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año			
		Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
10	M	-175	-1,5	-159	-4,0	24,91	-384	-2,8	50	2,4	13,95	10,40	-11,9	8,53	66,7
10	I-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
11	I-I	-158	-1,4	26	0,7	24,77	-243	-1,8	110	5,2	14,84	10,24	-9,6	9,92	27,9
08	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
	IV	-93	-0,8	-86	-2,2	24,82	-204	-1,5	26	1,2	14,20	9,93	-12,2	9,33	44,3
11	I	-158	-1,4	26	0,7	24,77	-243	-1,8	110	5,2	14,84	10,24	-9,6	9,92	27,9

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

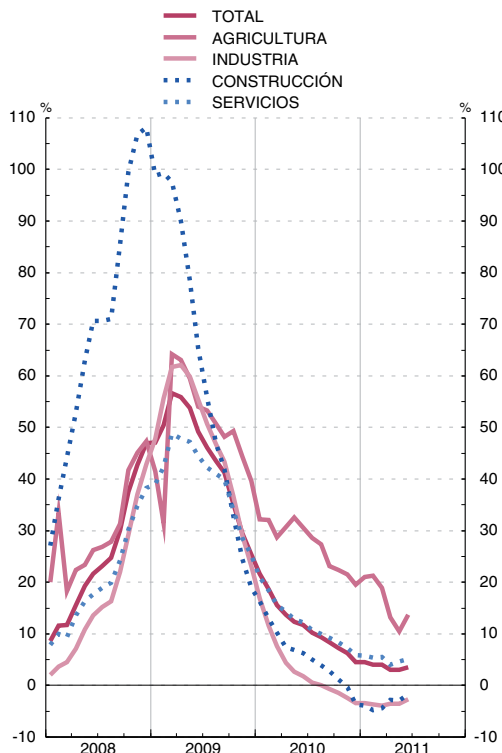
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

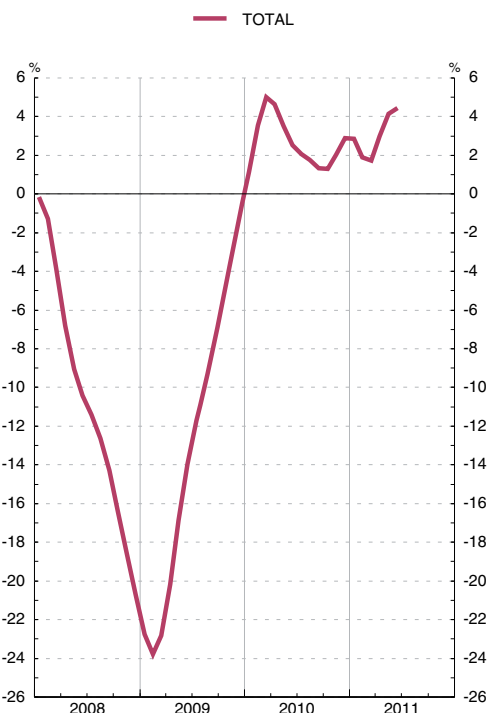
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12
						Total	Agricultura	No agrícola			Total							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8
09	M	3 644	1 104	43,5	35,7	45,3	49,9	45,2	47,7	62,5	40,0	1 168	-15,5	9,41	27,97	90,59	1 165	-14,2
10	M	4 061	417	11,4	35,1	9,9	27,4	9,4	3,1	5,7	12,1	1 201	2,8	8,55	29,26	91,45	1 191	2,3
10	E-J	4 089	549	15,5	43,4	13,7	31,1	13,2	7,5	10,0	15,7	1 138	3,1	9,18	27,81	90,82	1 124	2,8
11	E-J	4 241	151	3,7	18,1	2,5	16,4	2,1	-3,5	-3,4	5,1	1 158	1,8	8,74	29,50	91,26	1 160	3,2
10	May	4 066	446	12,3	36,1	10,6	32,6	10,0	2,7	6,9	12,8	1 182	6,5	9,16	28,97	90,84	1 198	7,9
	Jun	3 982	417	11,7	35,3	9,9	30,6	9,3	1,8	6,3	12,2	1 298	1,8	7,61	29,42	92,39	1 244	-1,2
	Jul	3 909	364	10,3	32,3	8,6	28,6	8,0	0,5	5,0	10,8	1 397	-0,4	6,86	31,51	93,14	1 386	0,3
	Ago	3 970	341	9,4	30,1	7,8	27,3	7,2	0,0	3,9	10,0	1 010	6,9	6,62	28,59	93,38	1 021	6,0
	Sep	4 018	308	8,3	26,3	6,9	23,1	6,4	-0,7	2,8	9,2	1 390	2,6	8,78	31,88	91,22	1 442	3,1
	Oct	4 086	278	7,3	23,9	5,9	22,4	5,4	-1,4	1,1	8,4	1 346	-0,9	8,80	33,12	91,20	1 295	-6,1
	Nov	4 110	241	6,2	24,1	4,8	21,5	4,2	-2,4	-0,4	7,2	1 257	4,4	8,60	30,86	91,40	1 243	4,5
	Dic	4 100	176	4,5	24,7	2,9	19,5	2,4	-3,4	-3,7	5,8	1 190	4,6	7,83	28,24	92,17	1 165	5,4
11	Ene	4 231	183	4,5	25,5	2,9	21,0	2,3	-3,4	-3,9	5,7	1 116	6,3	9,21	26,03	90,79	1 116	8,3
	Feb	4 299	169	4,1	24,0	2,5	21,3	1,9	-3,7	-4,7	5,4	1 011	-1,6	9,33	28,08	90,67	1 004	-1,9
	Mar	4 334	167	4,0	20,8	2,6	18,9	2,1	-3,9	-4,4	5,5	1 155	-2,9	9,62	29,94	90,38	1 148	-2,5
	Abr	4 269	127	3,1	16,3	1,9	13,2	1,5	-3,6	-2,8	4,1	1 067	-1,1	9,02	31,13	90,98	1 083	1,3
	May	4 190	123	3,0	12,5	2,2	10,5	1,9	-3,5	-3,0	4,7	1 289	9,0	8,00	30,28	92,00	1 306	9,0
	Jun	4 122	139	3,5	9,3	3,0	13,7	2,6	-2,7	-1,7	5,1	1 313	1,1	7,23	31,54	92,77	1 304	4,8

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.

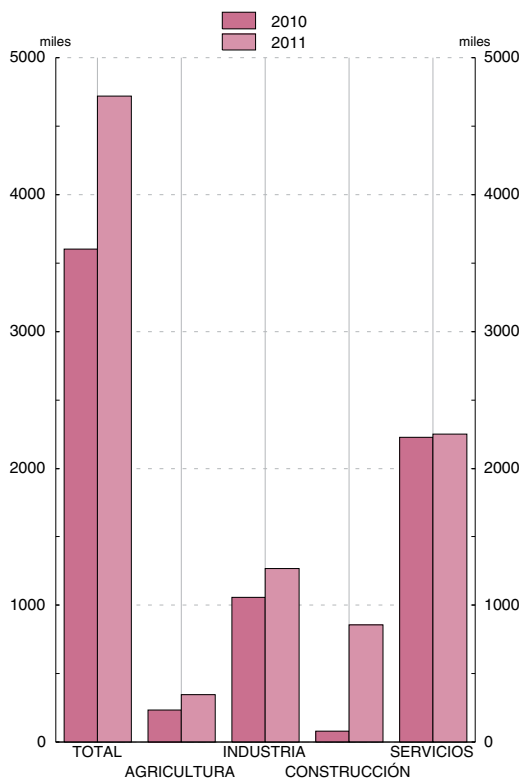
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

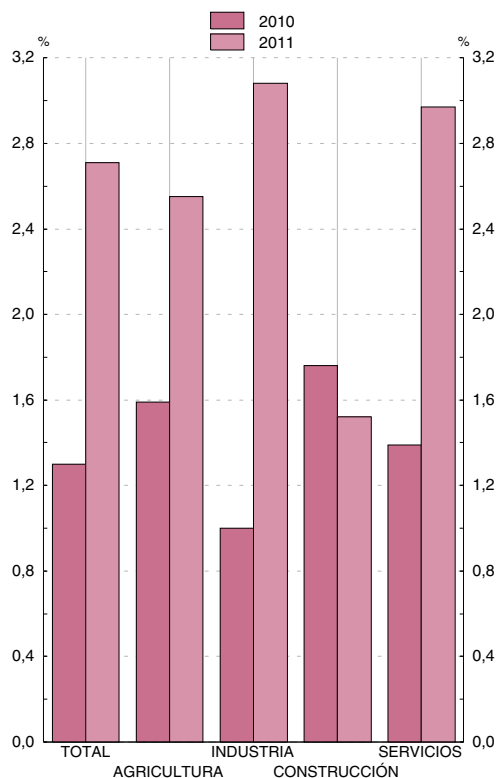
Miles de personas y porcentajes

	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 re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	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>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>	11 558	2,24	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</b>	9 241	2,21	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
<b>10 Ene</b>	8 770	2,22	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>	8 788	2,22	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>	8 825	2,22	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>	9 111	2,21	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>	9 116	2,21	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>	9 160	2,20	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>	9 178	2,20	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>	9 179	2,20	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>	9 200	2,20	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>	9 240	2,21	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>	9 241	2,21	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>	9 241	2,21	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
<b>11 Ene</b>	4 465	2,65	1 372	0	1 373	219	210	438	12	712	2,98	0,50	2,98	2,90	2,95	1,62	3,04
<b>Feb</b>	4 480	2,66	2 230	0	2 230	837	263	712	32	1 223	3,12	0,50	3,12	2,81	3,16	3,45	3,15
<b>Mar</b>	4 611	2,68	2 754	26	2 780	901	263	1 064	155	1 298	3,08	1,66	3,06	2,81	3,27	1,81	3,10
<b>Abr</b>	4 714	2,71	2 984	41	3 025	244	263	1 149	228	1 384	3,03	1,63	3,01	2,81	3,17	1,72	3,14
<b>May</b>	4 715	2,71	3 935	71	4 007	923	263	1 193	644	1 906	2,82	1,95	2,80	2,81	3,11	1,58	3,02
<b>Jun</b>	4 715	2,71	4 355	365	4 719	1 116	345	1 270	854	2 251	2,82	1,41	2,71	2,55	3,08	1,52	2,97

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-junio



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-junio



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2010, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2011 no incorpora tales revisiones.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

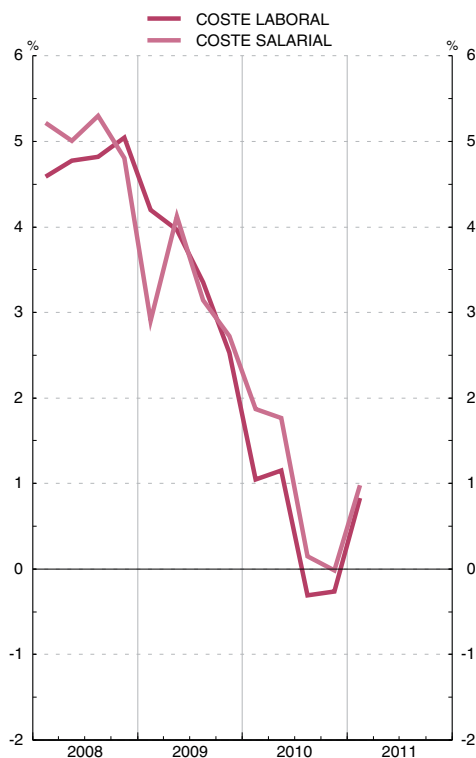
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

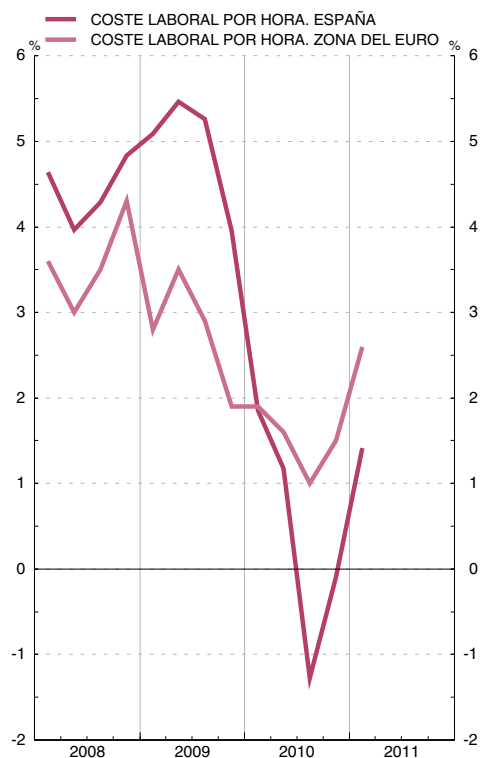
Tasas de variación interanual

		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		
08	M	4,8	4,4	6,3	4,9	4,6	5,1	4,8	6,3	5,0	4,9	4,1	4,4	3,6
09	M	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	4,9	2,8
10	M	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,4	1,5
10	I-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	1,9
11	I-I	0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	1,4	2,6
08	III	4,8	3,9	5,7	5,2	5,4	5,3	4,6	6,1	5,4	6,0	3,5	4,3	3,5
	IV	5,0	4,6	7,9	5,0	3,0	4,8	4,5	6,6	4,7	2,7	5,8	4,8	4,3
09	I	4,2	3,8	6,5	4,1	3,7	2,9	1,2	4,6	3,0	2,4	7,8	5,1	2,8
	II	4,0	3,1	6,3	4,1	9,6	4,1	2,4	5,8	4,3	9,8	3,5	5,5	3,5
	III	3,4	2,9	5,0	3,5	4,2	3,1	2,0	4,9	3,2	3,9	3,9	5,3	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	1,9
10	I	1,0	2,1	0,7	1,0	2,1	1,9	2,8	1,9	1,6	2,9	-1,1	1,9	1,9
	II	1,2	2,5	0,4	1,1	0,8	1,8	3,0	1,4	1,6	1,4	-0,6	1,2	1,6
	III	-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-1,3	1,0
	IV	-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-0,1	1,5
11	I	0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	1,4	2,6

POR TRABAJADOR Y MES  
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA  
Tasas de variación interanual



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

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

a. Corregido de efecto calendario.

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

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



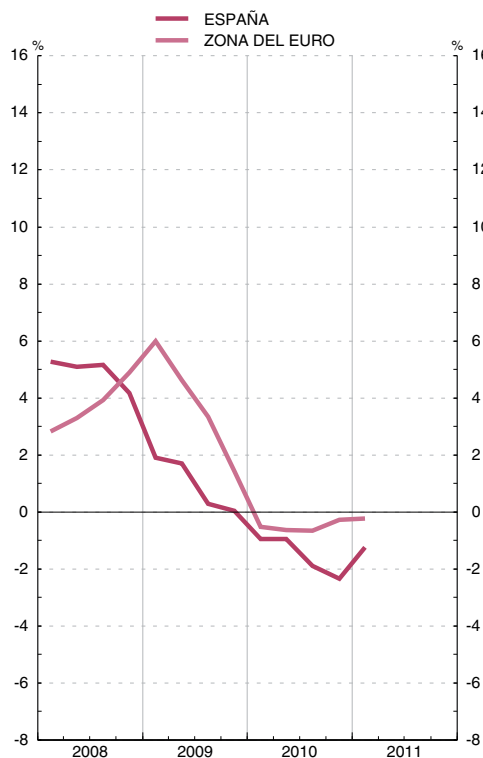
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

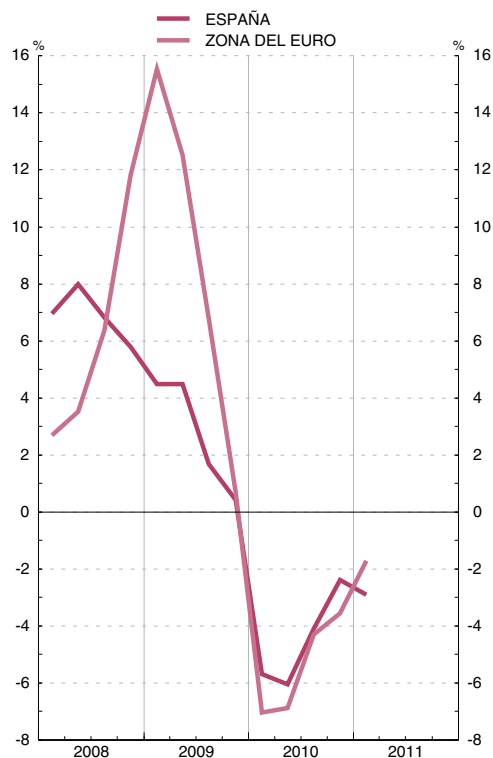
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria			
		Total economía		Manufacturas		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España (d)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (d)	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
08	P	4,9	3,7	6,9	6,1	6,4	3,2	1,4	-0,5	0,9	0,3	-0,5	0,8
09	P	1,0	3,8	2,8	8,9	4,1	1,5	3,1	-2,3	-3,7	-4,1	-6,6	-1,8
10	P	-1,5	-0,5	-4,6	-5,4	0,7	1,6	2,3	2,1	-0,1	1,7	-2,4	-0,4
08	//	5,1	3,3	8,0	3,5	6,7	3,3	1,5	0,0	1,9	1,1	0,4	1,1
	///	5,2	3,9	6,8	6,4	6,3	3,4	1,1	-0,5	0,3	0,0	-0,8	0,5
	IV	4,2	4,9	5,8	11,8	6,2	2,7	2,0	-2,0	-1,4	-2,1	-3,3	-0,1
09	I	1,9	6,0	4,5	15,5	4,8	1,7	2,9	-4,0	-3,5	-5,2	-6,2	-1,2
	II	1,7	4,6	4,5	12,5	4,5	1,3	2,8	-3,2	-4,4	-5,0	-7,1	-1,9
	III	0,3	3,3	1,7	6,8	3,9	1,4	3,6	-1,9	-3,9	-4,1	-7,2	-2,2
	IV	0,0	1,4	0,4	0,7	3,2	1,5	3,1	0,0	-3,0	-2,1	-6,0	-2,1
10	I	-0,9	-0,5	-5,7	-7,0	1,7	1,6	2,7	2,2	-1,4	0,9	-3,9	-1,3
	II	-0,9	-0,6	-6,0	-6,9	1,5	1,9	2,5	2,6	-0,0	2,0	-2,4	-0,6
	III	-1,9	-0,6	-4,1	-4,3	-0,1	1,4	1,8	2,1	0,2	2,0	-1,6	-0,1
	IV	-2,3	-0,3	-2,4	-3,6	-0,4	1,4	2,0	1,7	0,6	1,9	-1,4	0,3
11	I	-1,2	-0,2	-2,9	-1,7	1,0	1,9	2,2	2,2	0,8	2,4	-1,4	0,3

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL  
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Ramas industriales.

c. Ramas industriales y energía.

d. Empleo equivalente a tiempo completo.

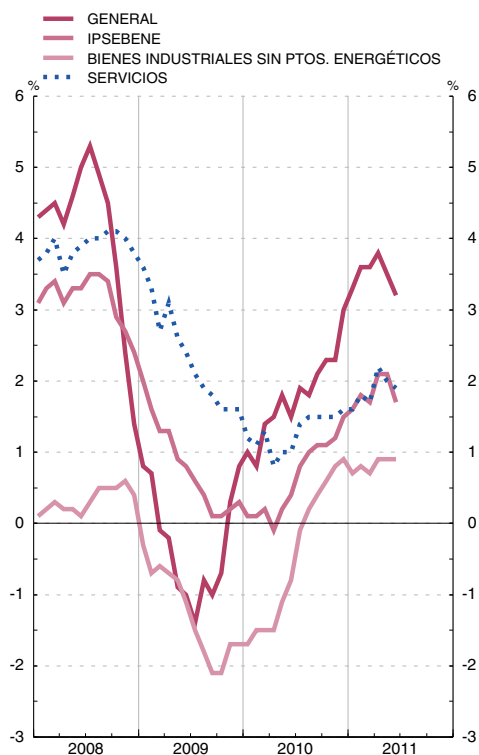
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

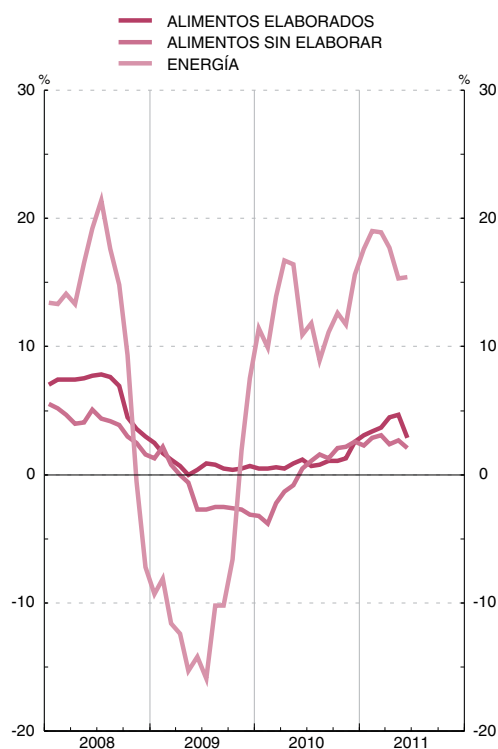
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (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
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,0	3,1
09	M	106,7	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3
10	M	108,6	—	1,8	3,0	0,0	1,0	-0,4	12,6	1,3	0,6	100,8	6,2
10	E-J	M	107,7	0,2	1,3	-0,0	-1,8	0,7	-1,3	13,2	1,1	106,6	4,4
11	E-J	M	111,5	0,2	3,5	0,5	2,6	3,7	0,8	17,3	1,9	...	...
10	Mar	107,3	0,7	1,4	-0,5	-2,2	0,6	-1,5	13,9	1,3	0,2	111,4	5,6
	Abr	108,4	1,1	1,5	0,6	-1,3	0,5	-1,5	16,7	0,8	-0,1	110,9	2,8
	May	108,7	0,2	1,8	0,8	-0,8	0,9	-1,1	16,4	1,0	0,2	115,8	13,7
	Jun	108,9	0,2	1,5	1,0	0,5	1,2	-0,8	10,9	1,0	0,4	101,8	8,6
	Jul	108,4	-0,4	1,9	0,6	1,1	0,7	-0,1	11,8	1,4	0,8	87,0	4,5
	Ago	108,6	0,3	1,8	0,8	1,6	0,8	0,2	8,9	1,5	1,0	88,5	5,1
	Sep	108,7	0,1	2,1	0,9	1,3	1,1	0,4	11,1	1,5	1,1	97,6	8,0
	Oct	109,7	0,9	2,3	1,8	2,1	1,1	0,6	12,6	1,5	1,1	100,9	10,3
	Nov	110,3	0,5	2,3	2,4	2,2	1,3	0,8	11,7	1,5	1,2	101,7	10,3
	Dic	111,0	0,6	3,0	3,0	2,6	2,6	0,9	15,6	1,6	1,5	103,1	8,5
11	Ene	110,2	-0,7	3,3	-0,7	2,3	3,1	0,7	17,6	1,6	1,6	99,0	3,7
	Feb	110,3	0,1	3,6	-0,6	2,9	3,4	0,8	19,0	1,8	1,8	105,2	1,3
	Mar	111,1	0,7	3,6	0,1	3,1	3,7	0,7	18,9	1,7	1,7	105,5	-5,2
	Abr	112,5	1,2	3,8	1,4	2,4	4,5	0,9	17,7	2,2	2,1	...	...
	May	112,5	-	3,5	1,3	2,7	4,7	0,9	15,3	2,0	2,1	...	...
	Jun	112,3	-0,1	3,2	1,2	2,1	2,9	0,9	15,4	1,9	1,7	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

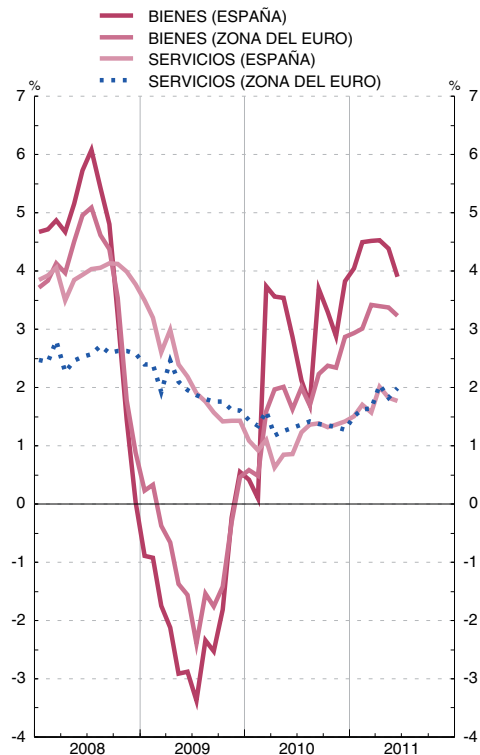
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
08	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6
09	M	-0,2	0,3	-1,8	-0,9	0,2	0,7	1,0	1,1	-0,7	0,2	-2,9	-1,7	-0,9	0,6	-9,0	-8,1	2,2	2,0
10	M	2,0	1,6	2,7	1,8	1,1	1,1	1,4	0,9	0,7	1,3	3,5	2,2	0,3	0,5	12,5	7,4	1,1	1,4
10 E-J	M	1,8	1,4	2,4	1,4	0,7	0,5	1,2	0,7	0,1	0,2	3,3	1,8	-0,2	0,3	13,1	6,5	0,9	1,4
11 E-J	MP	3,3	2,6	4,3	3,2	2,8	2,4	4,3	2,6	1,3	2,1	5,1	3,6	0,6	0,7	17,3	12,1	1,7	1,8
10 Mar		2,7	1,6	3,7	1,6	0,8	0,4	1,2	0,5	0,5	0,3	5,3	2,2	2,3	0,5	13,8	7,2	1,1	1,6
Abr		2,4	1,6	3,6	2,0	1,0	0,8	0,9	0,6	1,1	1,2	4,9	2,5	0,9	0,4	16,6	9,1	0,6	1,2
May		2,5	1,7	3,5	2,0	1,1	0,8	1,4	0,9	0,8	0,7	4,9	2,6	0,9	0,5	16,3	9,2	0,8	1,3
Jun		2,1	1,5	2,9	1,6	1,6	0,9	1,8	0,9	1,4	1,1	3,6	2,0	1,0	0,6	10,8	6,2	0,9	1,3
Jul		1,8	1,7	2,1	2,0	1,1	1,3	0,9	0,9	1,4	2,1	2,6	2,3	-0,7	0,4	11,7	8,1	1,2	1,4
Ago		1,6	1,6	1,7	1,7	1,3	1,6	1,1	1,0	1,7	2,5	1,8	1,7	-0,7	0,3	8,9	6,1	1,4	1,4
Sep		2,8	1,9	3,7	2,2	0,7	1,5	1,4	1,0	-	2,3	5,3	2,6	3,2	0,9	11,0	7,7	1,4	1,4
Oct		2,5	1,9	3,3	2,4	1,3	1,6	1,3	1,2	1,2	2,3	4,4	2,7	1,5	0,8	12,6	8,5	1,3	1,4
Nov		2,3	1,9	2,9	2,3	1,5	1,8	1,4	1,3	1,6	2,6	3,6	2,6	0,7	0,9	11,7	7,9	1,4	1,3
Dic		2,9	2,2	3,8	2,9	2,6	2,1	3,1	1,5	2,0	3,2	4,5	3,2	0,5	0,7	15,6	11,0	1,4	1,3
11 Ene		3,0	2,3	4,0	2,9	2,2	1,9	3,7	1,8	0,7	2,2	5,0	3,4	0,3	0,5	17,6	12,0	1,5	1,5
Feb		3,4	2,4	4,5	3,0	2,8	2,3	4,0	2,0	1,6	2,7	5,4	3,4	0,3	0,1	19,0	13,1	1,7	1,6
Mar		3,3	2,7	4,5	3,4	2,7	2,4	4,3	2,5	1,1	2,2	5,5	4,0	0,6	0,9	18,9	13,0	1,6	1,6
Abr		3,5	2,8	4,5	3,4	3,0	2,2	5,3	2,8	0,6	1,4	5,4	4,0	0,8	1,0	17,6	12,5	2,0	2,0
May		3,4	2,7	4,4	3,4	3,7	2,8	5,5	3,2	1,8	2,4	4,8	3,6	0,8	1,0	15,3	11,1	1,8	1,8
Jun	P	3,0	2,7	3,9	3,2	2,4	2,7	3,0	3,1	1,7	2,0	4,8	3,5	0,8	0,9	15,3	10,9	1,8	2,0

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Desde enero de 2011 se han incorporado las normas del Reglamento CE Nº330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int))

### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

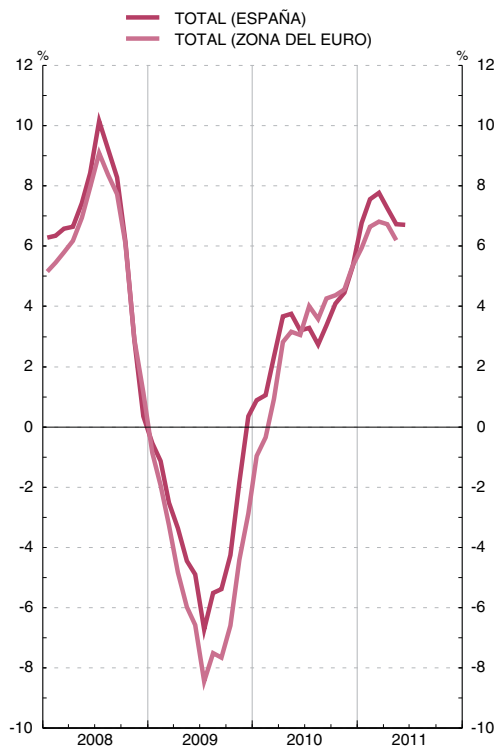
■ Serie representada gráficamente.

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	16	
08	MP	116,3	-	6,5	-	4,4	-	2,5	-	5,5	-	14,3	6,1	3,9	2,1	3,9	14,3	
09	MP	112,4	-	-3,4	-	-0,6	-	0,8	-	-5,4	-	-6,8	-5,1	-2,1	0,5	-5,2	-11,5	
10	MP	115,9	-	3,2	-	0,2	-	0,2	-	2,9	-	9,8	2,9	0,4	0,3	3,5	6,5	
10	E-J	MP	115,0	-	2,5	-	-0,1	-	-0,1	-	1,4	-	9,5	1,4	-0,3	-0,1	1,6	3,8
11	E-J	MP	123,2	-	7,1	-	2,2	-	1,1	-	7,1	-	17,0	...	...	...	...	...
10	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	3,2	-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	9,3
	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	0,7	5,5	8,7
	Nov	P	117,4	0,3	4,4	-	0,9	0,1	0,6	0,4	5,1	1,0	10,7	4,6	1,5	0,9	5,8	8,8
	Dic	P	118,5	0,9	5,3	0,3	1,3	-	0,7	0,7	5,7	2,7	13,5	5,4	1,8	0,7	6,3	11,3
11	Ene	P	121,3	2,4	6,8	0,5	1,5	0,5	1,0	1,7	6,8	6,7	17,3	5,9	2,1	1,2	7,3	11,8
	Feb	P	122,4	0,9	7,6	0,5	1,9	0,1	0,9	1,2	7,9	1,4	18,5	6,6	2,5	1,4	8,1	12,7
	Mar	P	123,5	0,9	7,8	0,3	2,1	0,2	1,2	0,6	8,0	2,3	18,6	6,8	2,8	1,4	8,1	13,1
	Abr	P	124,2	0,6	7,3	0,4	2,5	0,1	1,3	0,5	7,1	1,1	17,1	6,7	3,3	1,3	7,3	13,2
	May	P	123,8	-0,3	6,7	0,1	2,6	-	1,3	0,2	6,5	-1,3	15,4	6,2	3,4	1,2	6,6	11,9
	Jun	P	123,9	0,1	6,7	0,1	2,6	-	1,2	-0,1	6,4	0,1	15,4	...	...	...	...	...

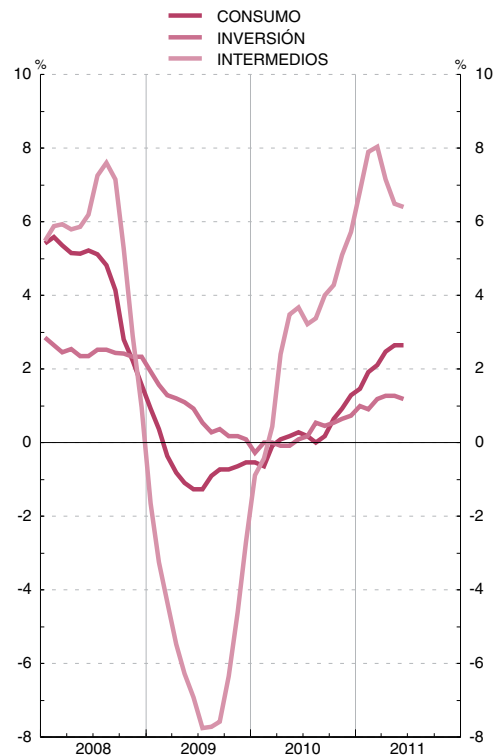
#### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

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.

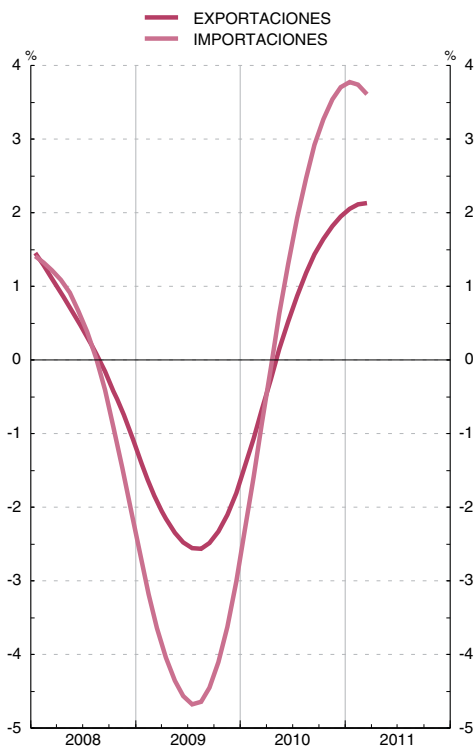
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

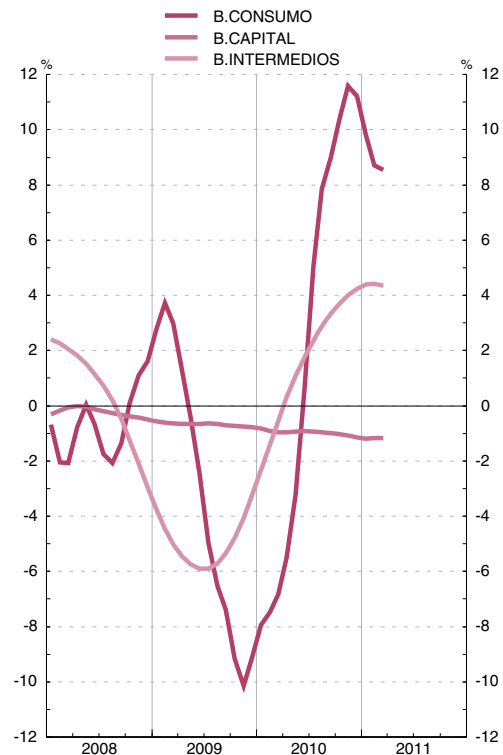
Tasas de variación interanual

	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>08</b>	1,6	0,4	0,5	2,6	28,7	0,4	4,2	-1,0	2,3	6,6	24,2	0,5
<b>09</b>	-6,8	-3,5	-5,4	-9,3	-31,0	-6,8	-11,8	-3,6	-5,6	-16,1	-30,3	-9,8
<b>10</b>	1,6	3,1	-5,2	1,8	16,8	0,9	4,7	1,7	2,4	6,2	25,8	0,5
<b>10 E-A</b>	-2,8	0,1	-6,1	-4,2	8,4	-4,8	-0,8	-7,0	-4,7	2,9	25,8	-3,7
<b>11 E-A</b>	7,1	6,2	1,3	8,9	36,2	6,9	11,0	8,1	2,1	12,9	30,1	7,3
<b>09 Nov</b>	-7,6	-3,6	-2,0	-11,6	-33,9	-8,9	-14,2	-13,9	-12,6	-14,6	-20,3	-12,2
<b>Dic</b>	-6,2	-3,6	-13,0	-6,8	-24,1	-4,7	-7,9	-8,4	-12,2	-7,2	-3,0	-8,4
<b>10 Ene</b>	-3,3	-0,9	-4,7	-5,0	2,2	-5,4	-2,7	-6,2	4,6	-1,9	14,4	-7,0
<b>Feb</b>	-3,6	2,2	-8,9	-6,5	2,5	-6,6	-1,7	-7,9	-7,3	2,8	23,9	-3,5
<b>Mar</b>	-2,2	3,6	-12,9	-4,3	8,2	-4,9	-0,8	-8,7	-11,9	5,0	28,9	-1,6
<b>Abr</b>	-2,0	-4,3	2,0	-1,1	20,7	-2,3	2,1	-5,4	-4,5	6,0	36,3	-2,7
<b>May</b>	6,2	3,1	-15,0	12,7	23,1	12,1	5,1	-7,0	3,3	10,5	40,2	2,4
<b>Jun</b>	1,0	1,3	-11,0	3,2	15,0	2,7	5,2	-0,2	-0,6	7,6	32,5	0,6
<b>Jul</b>	1,3	3,8	-9,9	2,1	21,3	0,8	5,0	5,1	1,1	4,8	22,6	-0,5
<b>Ago</b>	6,9	4,4	-1,5	9,1	27,4	7,4	11,1	12,2	7,0	10,7	20,8	7,4
<b>Sep</b>	4,3	5,0	9,6	2,9	17,9	2,0	6,2	3,4	14,8	6,7	20,6	2,9
<b>Oct</b>	4,0	7,7	1,5	2,1	23,9	0,8	8,0	10,3	6,3	7,0	22,9	2,5
<b>Nov</b>	3,6	5,7	-6,8	3,8	24,6	2,4	8,6	12,0	6,1	7,1	19,4	3,4
<b>Dic</b>	2,8	5,7	-4,5	2,2	13,4	1,3	9,5	11,4	9,4	8,3	26,8	1,7
<b>11 Ene</b>	5,8	5,3	-3,9	7,9	48,3	5,5	11,5	6,5	-7,8	15,4	30,5	9,0
<b>Feb</b>	6,7	5,1	3,6	8,3	24,1	6,8	10,1	6,0	0,6	12,5	30,4	6,9
<b>Mar</b>	6,6	2,6	4,0	10,0	41,4	8,1	11,4	10,1	12,9	11,6	33,7	5,9
<b>Abr</b>	9,5	11,8	1,6	9,4	29,6	7,2	11,0	9,7	2,7	12,1	25,9	7,2

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

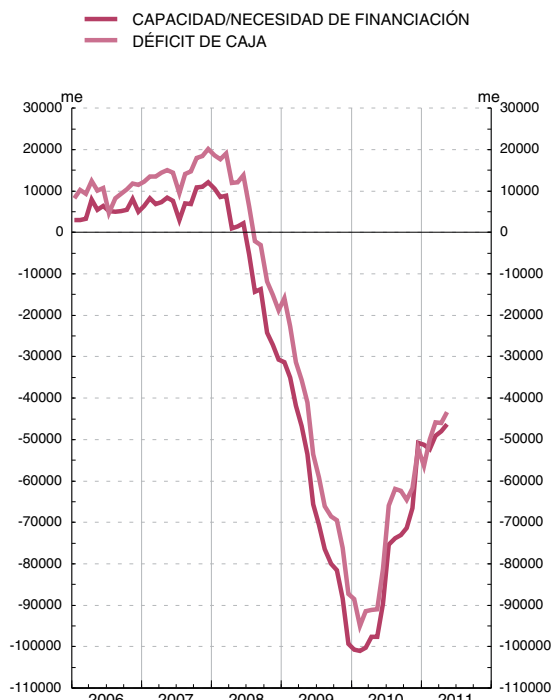
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

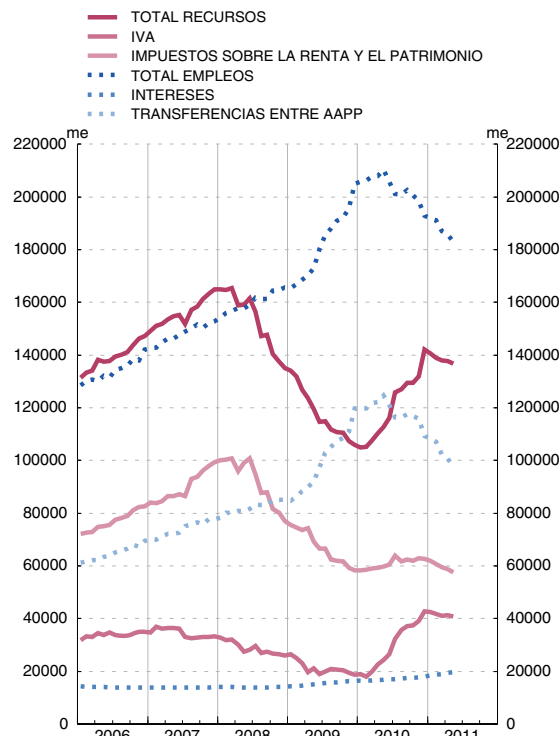
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	15=	14=	16	
<b>06</b>	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
<b>07</b>	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
<b>08</b>	-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
<b>09</b>	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
<b>10</b>	A -50 842	141 995	42 685	11 733	8 018	62 767	16 792	192 837	20 173	18 098	109 209	4 648	40 709	-52 235	127 337	179 572
<b>10 E-M</b>	A -18 345	51 727	18 327	4 661	2 473	25 065	1 201	70 072	7 466	7 065	42 288	398	12 855	-22 878	51 306	74 184
<b>11 E-M</b>	A -13 820	46 422	16 383	3 015	2 509	19 969	4 546	60 242	7 263	8 742	30 618	1 241	12 378	-14 082	44 606	58 688
<b>10 May</b>	A -13 025	2 538	710	914	264	-229	879	15 563	1 521	1 487	9 877	78	2 600	-10 485	1 746	12 231
<b>Jun</b>	A -11 505	5 039	787	1 108	416	597	2 131	16 544	2 700	1 472	8 690	274	3 408	-7 916	4 080	11 996
<b>Jul</b>	A 3 984	21 133	9 606	993	546	9 346	642	17 149	1 395	1 524	11 471	187	2 572	1 114	20 944	19 831
<b>Ago</b>	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
<b>Sep</b>	A -1 618	14 272	4 931	1 084	625	6 366	1 266	15 890	1 470	1 589	9 850	162	2 819	-885	13 747	14 632
<b>Oct</b>	A 5 180	19 574	6 173	1 004	306	11 369	722	14 394	1 460	1 522	8 512	270	2 630	3 090	19 220	16 131
<b>Nov</b>	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
<b>Dic</b>	A -11 940	18 635	3 180	922	2 907	2 763	8 863	30 575	2 811	1 810	11 884	3 076	10 994	-9 188	8 127	17 315
<b>11 Ene</b>	A -1 217	7 839	-777	815	243	8 762	-1 204	9 056	1 346	1 870	4 017	-	1 823	-7 706	9 484	17 190
<b>Feb</b>	A 3 095	16 670	11 780	464	265	1 578	2 583	13 575	1 418	1 433	7 254	26	3 444	2 125	13 447	11 322
<b>Mar</b>	A -8 811	3 336	-225	446	1 419	1 617	79	12 147	1 509	1 806	5 759	566	2 507	-3 579	4 522	8 101
<b>Abr</b>	A 4 440	17 118	5 415	659	470	9 326	1 248	12 678	1 490	1 790	6 963	308	2 127	3 018	16 196	13 178
<b>May</b>	A -11 327	1 459	190	631	112	-1 314	1 840	12 786	1 500	1 843	6 625	341	2 477	-7 939	958	8 897

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL (Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

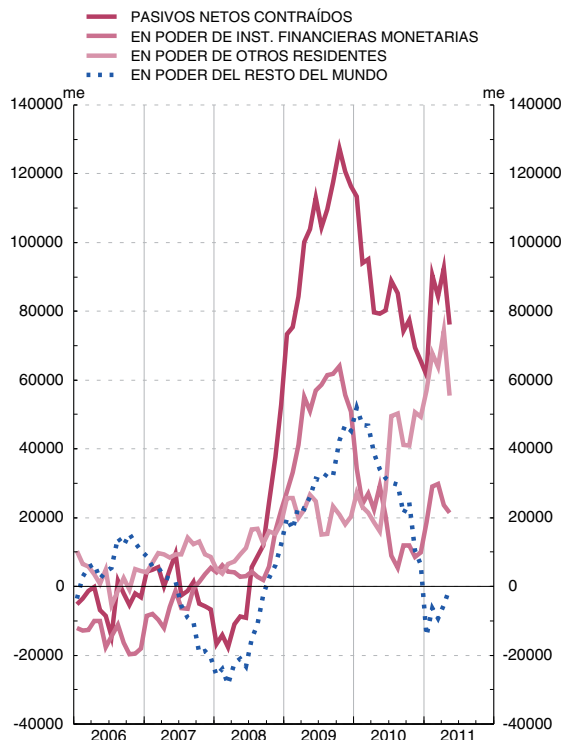
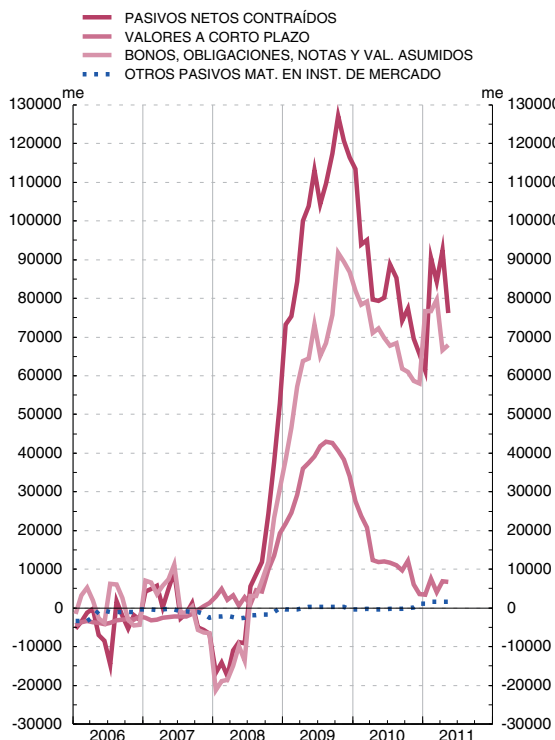
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Total	Del cual		Total	Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
		Depósitos en el Banco de España	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	
06	5 005	1 917	-200	-3 088	-1 195	-2 198	-4 346	-486	-418	4 360	-13 445	-18 000	4 555	10 357	-7 448
07	12 098	5 382	65	-6 716	-118	1 206	-6 475	-519	-2 495	1 567	13 867	5 342	8 525	-20 582	-8 282
08	-30 642	22 314	4 337	52 956	1 227	19 355	30 868	-520	-40	3 293	40 724	22 233	18 491	12 232	49 663
09	P -99 258	17 133	-4 197	116 391	1 524	34 043	86 835	-535	-412	-3 540	71 089	50 819	20 270	45 302	119 931
10	A -50 842	14 732	-5	65 574	-726	3 616	57 958	-544	1 042	3 501	59 277	9 943	49 334	6 297	62 072
10 E-M	A -18 345	-4 162	-106	14 183	-14	-4 246	21 588	-544	-6	-2 610	13 745	5 296	8 449	438	16 793
11 E-M	A -13 820	11 007	-200	24 827	36	-1 073	31 609	-537	520	-5 692	31 286	16 725	14 560	-6 459	30 519
10 May	A -13 025	-4 889	100	8 136	20	597	7 918	-	4	-383	9 616	7 828	1 789	-1 480	8 519
Jun	A -11 505	3 133	20	14 638	-39	1 222	9 062	-	19	4 335	13 209	-106	13 315	1 429	10 303
Jul	A 3 984	7 605	257	3 621	-886	2 500	-8 582	-	175	9 529	5 131	-14 069	19 200	-1 510	-5 907
Ago	A -9 084	-7 081	23	2 003	16	2 495	4 995	-	-6	-5 479	76	-2 421	2 498	1 927	7 483
Sep	A -1 618	5 221	-1	6 839	-23	644	8 852	-	-33	-2 623	6 052	11 885	-5 833	787	9 463
Oct	A 5 180	17 270	2 497	12 090	10	5 037	7 129	-	190	-265	1 775	3 668	-1 893	10 315	12 356
Nov	A -7 514	-4 092	-2 700	3 422	15	-1 919	8 406	-	148	-3 214	8 432	1 638	6 794	-5 011	6 635
Dic	A -11 940	-3 164	5	8 776	195	-2 116	6 508	-	555	3 829	10 856	4 052	6 804	-2 080	4 947
11 Ene	A -1 217	2 220	-0	3 437	15	-806	6 766	-	6	-2 529	15 286	-2 302	17 588	-11 849	5 966
Feb	A 3 095	17 137	-4	14 042	14	1 979	9 972	-	521	1 570	12 861	6 495	6 367	1 181	12 472
Mar	A -8 811	-2 433	-195	6 378	-5	-2 423	15 480	-	-23	-6 657	5 212	9 712	-4 499	1 165	13 034
Abr	A 4 440	13 503	18 220	9 063	-4	-259	-9 917	-537	-4	19 779	9 383	-2 707	12 090	-320	-10 716
May	A -11 327	-19 420	-18 220	-8 093	15	436	9 307	-	20	-17 856	-11 457	5 529	-16 986	3 364	9 763

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.

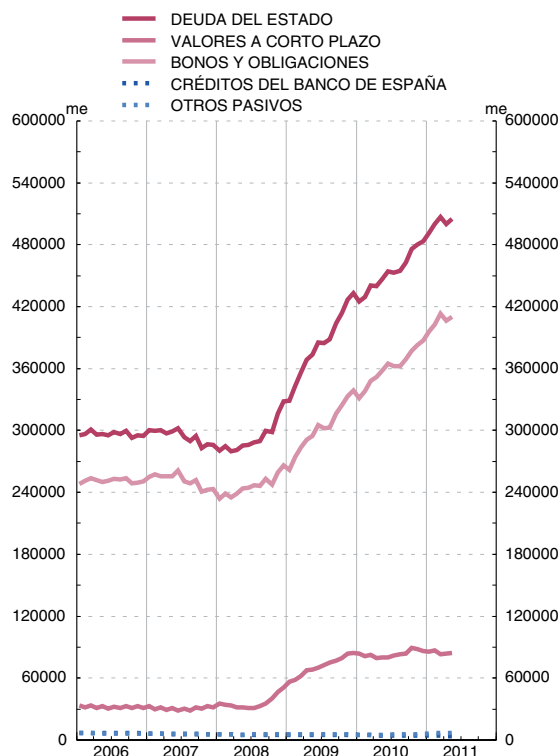
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

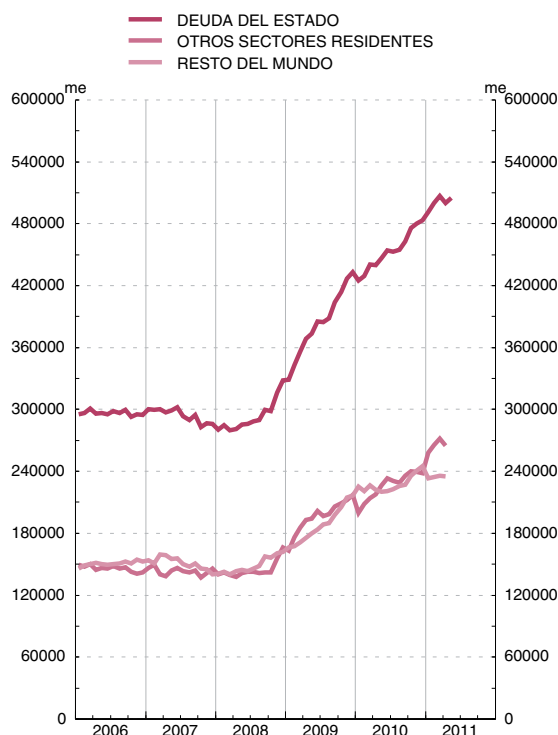
Millones de euros

	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		
<b>06</b>		294 419	515	31 060	250 702	6 416	6 242	163 799	21 897	141 902	152 517	100	5 794
<b>07</b>		286 090	355	31 644	243 246	5 832	5 367	171 398	25 551	145 847	140 243	165	6 162
<b>08</b>		327 938	63	50 788	266 334	5 249	5 567	200 670	34 511	166 159	161 779	4 502	8 152
<b>09</b>	P	433 093	68	84 303	338 969	4 665	5 155	262 957	46 105	216 852	216 241	305	58 854
<b>10</b>													
May	A	446 838	0	79 922	357 684	4 082	5 150	278 836	52 145	226 691	220 147	199	64 284
Jun	A	453 874	0	80 076	364 547	4 082	5 169	287 771	54 580	233 191	220 683	219	65 418
Jul	A	453 181	0	81 658	362 097	4 082	5 344	285 302	54 623	230 679	222 502	476	63 794
Ago	A	454 894	0	83 082	362 392	4 082	5 338	288 152	58 952	229 200	225 694	500	64 760
Sep	A	462 742	0	83 952	369 403	4 082	5 304	294 810	59 102	235 708	227 034	499	65 267
Oct	A	476 034	0	89 354	377 104	4 082	5 494	299 702	59 344	240 357	235 676	2 996	65 183
Nov	A	480 456	0	87 787	382 944	4 082	5 642	299 682	60 244	239 437	241 019	296	69 311
Dic	A	483 174	0	85 980	386 915	4 082	6 197	299 202	61 170	238 032	245 142	300	73 560
<b>11</b>													
Ene	A	491 599	0	85 559	395 755	4 082	6 204	319 174	60 868	258 305	233 294	300	75 420
Feb	A	500 269	0	87 018	402 444	4 082	6 725	327 565	61 764	265 801	234 468	295	81 961
Mar	A	507 126	0	83 408	412 935	4 082	6 702	335 941	64 409	271 532	235 594	100	83 500
Abr	A	500 199	0	83 479	406 524	3 499	6 698	328 050	63 126	264 923	235 276	18 320	84 677
May	A	504 823	0	84 462	410 145	3 499	6 718	...	65 894	...	...	100	85 531

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.



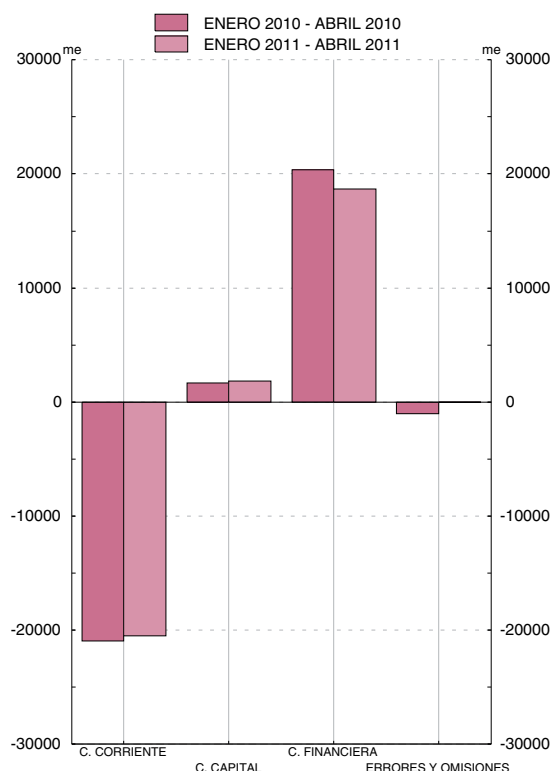
## 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

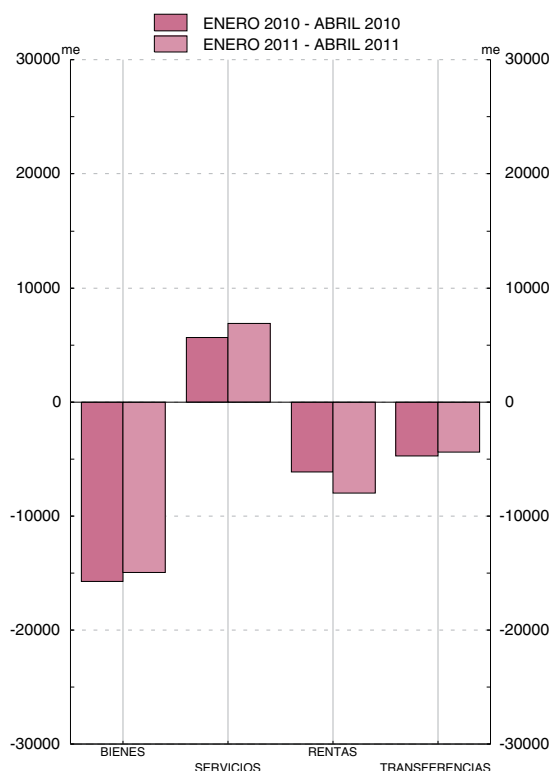
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Transferencias corrientes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta financiera (saldo)	Errores y omisiones
	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>08</b>	-104 676	-85 594	193 007	278 601	25 791	97 651	41 901	71 861	13 834	-35 483	53 050	88 533	-9 389	5 475	-99 201	100 222	-1 021	
<b>09</b>	P -54 481	-42 175	163 996	206 171	25 503	88 215	38 125	62 712	12 086	-29 787	41 875	71 662	-8 022	4 275	-50 206	54 641	-4 435	
<b>10</b>	P -48 404	-47 143	190 806	237 949	27 797	93 513	39 621	65 716	12 663	-21 941	41 372	63 313	-7 116	6 295	-42 109	44 562	-2 454	
<b>10 E-A</b>	P -20 986	-15 733	58 581	74 314	5 644	26 792	9 492	21 148	3 546	-6 150	11 700	17 850	-4 747	1 656	-19 330	20 359	-1 029	
<b>11 E-A</b>	P -20 515	-14 973	71 511	86 484	6 868	28 164	10 418	21 295	3 514	-7 990	9 398	17 388	-4 420	1 855	-18 660	18 654	6	
<b>10 Ene</b>	P -5 273	-4 109	12 335	16 444	1 252	6 385	2 441	5 132	877	-1 144	3 049	4 193	-1 272	1 287	-3 986	3 988	-2	
<b>Feb</b>	P -6 224	-3 009	14 310	17 319	1 135	6 206	2 090	5 071	910	-2 038	2 213	4 251	-2 313	251	-5 973	6 336	-363	
<b>Mar</b>	P -4 437	-3 773	16 984	20 757	1 820	7 564	2 559	5 744	899	-1 844	2 504	4 348	-641	354	-4 083	6 628	-2 545	
<b>Abr</b>	P -5 051	-4 842	14 953	19 795	1 436	6 637	2 401	5 201	860	-1 124	3 934	5 058	-521	-237	-5 288	3 407	1 881	
<b>May</b>	P -5 020	-3 913	16 574	20 487	2 503	7 912	3 247	5 408	660	-3 098	3 804	6 902	-512	1 828	-3 192	5 459	-2 267	
<b>Jun</b>	P -3 690	-4 510	16 563	21 074	2 979	8 707	3 869	5 728	1 207	-2 268	3 167	5 434	109	128	-3 562	2 549	1 013	
<b>Jul</b>	P -2 387	-3 820	16 721	20 541	3 943	9 741	5 010	5 798	1 246	-1 813	3 764	5 577	-697	567	-1 820	2 167	-346	
<b>Ago</b>	P -2 677	-3 941	13 330	17 271	4 089	9 291	5 265	5 203	1 378	-1 846	2 070	3 916	-978	239	-2 438	3 357	-919	
<b>Sep</b>	P -4 024	-4 200	16 288	20 488	3 261	8 877	4 304	5 616	1 349	-1 975	3 524	5 499	-1 111	556	-3 469	5 957	-2 489	
<b>Oct</b>	P -2 660	-3 083	17 931	21 013	2 816	8 162	3 850	5 346	1 209	-1 387	2 946	4 333	-1 006	127	-2 533	2 370	163	
<b>Nov</b>	P -4 387	-3 357	18 082	21 438	1 524	6 844	2 520	5 320	1 096	-3 371	2 030	5 402	817	320	-4 066	2 288	1 779	
<b>Dic</b>	P -2 573	-4 586	16 736	21 322	1 038	7 187	2 064	6 149	971	-32	8 368	8 400	1 007	875	-1 698	55	1 643	
<b>11 Ene</b>	P -6 383	-4 386	16 283	20 669	1 619	7 009	2 591	5 391	890	-2 554	2 179	4 733	-1 061	174	-6 209	5 579	630	
<b>Feb</b>	P -5 428	-2 713	17 533	20 246	1 049	6 342	2 243	5 293	922	-1 485	2 597	4 082	-2 279	1 252	-4 176	6 544	-2 367	
<b>Mar</b>	P -5 346	-4 049	19 958	24 007	1 761	7 398	2 733	5 637	869	-2 378	2 146	4 525	-679	137	-5 209	1 917	3 291	
<b>Abr</b>	P -3 357	-3 825	17 738	21 563	2 439	7 414	2 850	4 974	833	-1 572	2 476	4 048	-400	291	-3 066	4 614	-1 548	

### 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).

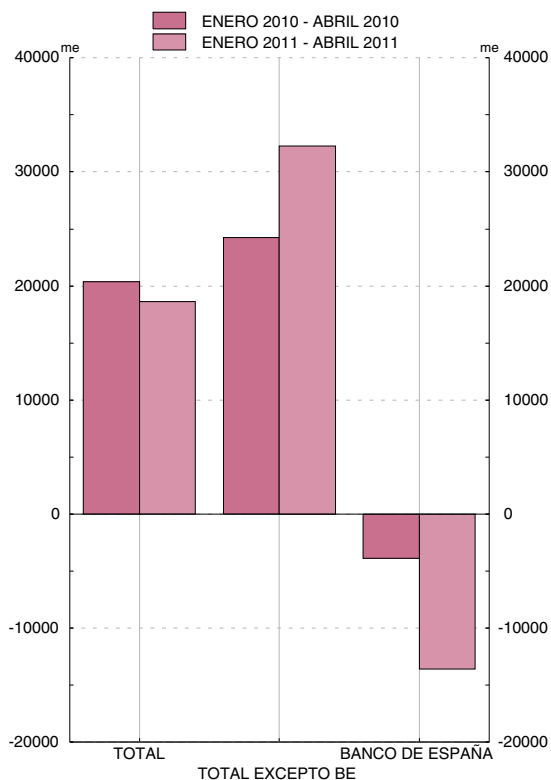
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

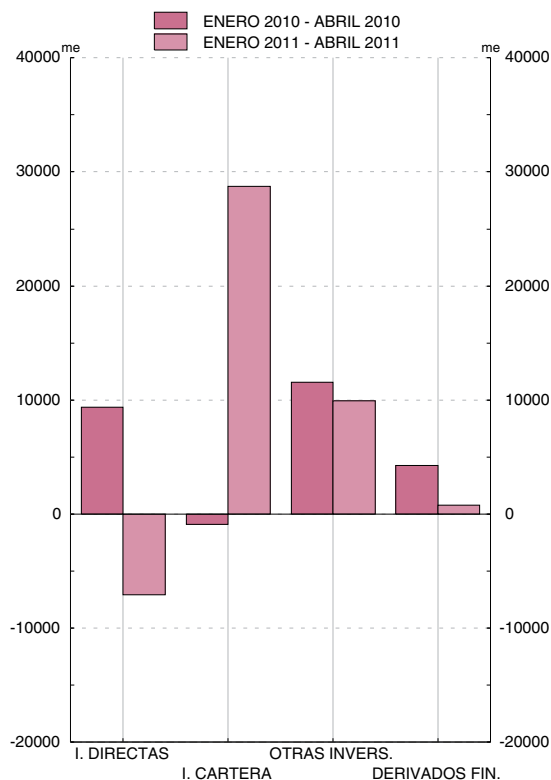
Millones de euros

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 Eurosistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1= 2+13	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10						10
<b>08</b>	100 222	70 004	1 553	51 008	52 561	-203	-21 761	-21 964	75 717	12 330	88 048	-7 064	30 218	-645	31 713	-850
<b>09</b>	P 54 641	44 177	-433	7 009	6 576	45 325	4 119	49 444	5 145	4 065	9 210	-5 861	10 464	-1 563	6 146	5 882
<b>10</b>	P 44 562	28 866	2 226	16 308	18 534	29 739	-63 371	-33 633	-10 470	15 732	5 262	7 371	15 696	-814	9 788	6 722
<b>10 E-A</b>	P 20 359	24 245	9 392	-6 991	2 401	-925	-8 586	-9 511	11 556	-6 774	4 782	4 221	-3 886	-119	-5 396	1 629
<b>11 E-A</b>	P 18 654	32 280	-7 110	14 876	7 765	28 712	-8 408	20 303	9 916	12 933	22 849	763	-13 626	-542	-13 389	305
<b>10 Ene</b>	P 3 988	7 307	-494	554	61	13 746	-3 282	10 463	-6 260	7 310	1 050	315	-3 319	-2	-3 730	413
<b>Feb</b>	P 6 336	1 647	7 934	-6 911	1 023	-20 227	-701	-20 929	13 264	-12 529	735	676	4 689	-113	4 298	504
<b>Mar</b>	P 6 628	4 852	523	762	1 285	778	3 807	4 586	858	-2 520	-1 662	2 693	1 776	1	1 603	172
<b>Abr</b>	P 3 407	10 439	1 429	-1 396	33	4 779	-8 409	-3 631	3 694	965	4 659	537	-7 032	-6	-7 566	540
<b>May</b>	P 5 459	-34 478	-2 132	3 912	1 780	-9 851	-6 990	-16 841	-23 382	10 072	-13 310	887	39 937	-413	42 402	-2 051
<b>Jun</b>	P 2 549	-32 546	-802	-366	-1 168	-5 201	-8 995	-14 196	-29 192	1 656	-27 536	2 649	35 096	-9	27 477	7 627
<b>Jul</b>	P 2 167	4 432	-1 110	2 458	1 348	6 974	-9 212	-2 238	-2 699	924	-1 775	1 266	-2 265	-52	-3 552	1 338
<b>Ago</b>	P 3 357	21 261	-5 539	6 402	863	13 218	-3 931	9 287	13 984	4 784	18 768	-402	-17 904	32	-17 970	34
<b>Sep</b>	P 5 957	30 819	-4 352	9 909	5 556	8 840	-5 201	3 639	26 880	-14 485	12 395	-549	-24 862	-2	-24 966	106
<b>Oct</b>	P 2 370	19 377	2 937	-231	2 706	22 716	-7 770	14 947	-4 416	17 661	13 244	-1 860	-17 007	-212	-16 092	-703
<b>Nov</b>	P 2 288	3 170	2 257	-1 337	919	-4 436	-4 711	-9 147	4 977	-11 142	-6 165	372	-883	-5	-83	-795
<b>Dic</b>	P 55	-7 415	1 575	2 553	4 128	-1 597	-7 975	-9 572	-8 178	13 037	4 859	785	7 470	-35	7 967	-462
<b>11 Ene</b>	P 5 579	9 136	-2 019	4 432	2 413	11 171	-6 595	4 576	-609	12 685	12 076	592	-3 557	-216	-2 836	-506
<b>Feb</b>	P 6 544	11 543	1 282	592	1 874	18 981	-3 575	15 406	-9 738	-4 072	-13 810	1 019	-5 000	-58	-5 121	180
<b>Mar</b>	P 1 917	4 400	-2 815	4 321	1 506	71	1 484	1 555	5 961	4 402	10 363	1 183	-2 483	-218	-2 938	673
<b>Abr</b>	P 4 614	7 200	-3 559	5 531	1 973	-1 512	279	-1 233	14 302	-82	14 220	-2 031	-2 586	-50	-2 495	-41

**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.

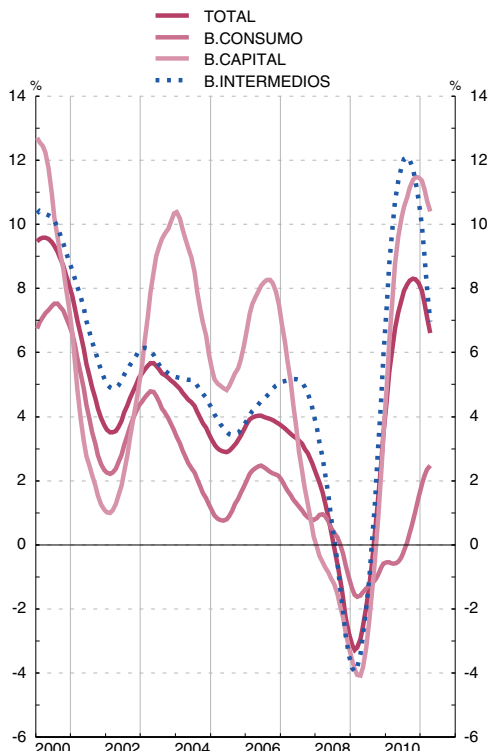
### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

■ Serie representada gráficamente.

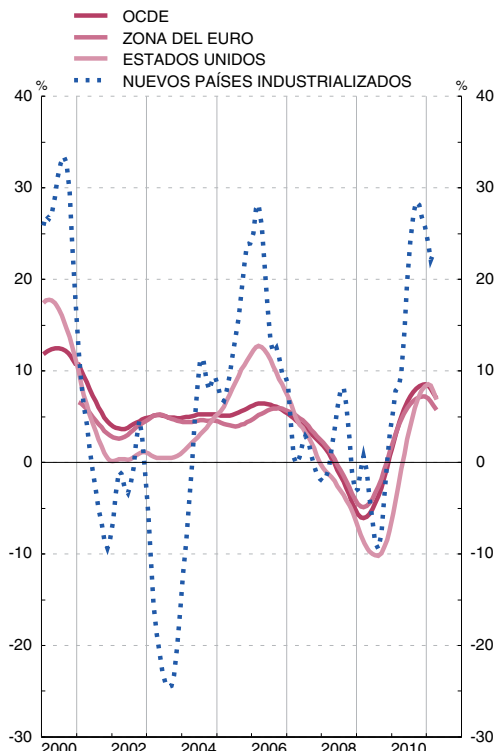
Millones de euros y tasas de variación interanual

	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	3,3	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	6,3	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	-0,8	5,5	1,4	-8,7	2,2	2,6	2,3	4,2	10,2	9,1	11,8	31,4	14,5
<b>06</b>	170 439	10,0	5,2	2,9	12,7	5,6	-3,7	6,2	8,1	7,8	8,4	17,7	6,0	34,5	12,8	16,5
<b>07</b>	185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,4	7,0	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8
<b>08</b>	189 228	2,3	0,7	2,4	-5,6	0,6	19,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2
<b>09</b>	159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,2	-15,2	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5
<b>10 Mar</b>	P 16 652	21,4	24,2	-1,9	41,0	45,2	19,9	46,8	19,3	21,8	19,9	11,4	15,5	22,2	46,8	12,4
<b>10 Abr</b>	P 14 623	10,8	13,1	-8,9	25,0	29,6	22,6	30,0	7,1	4,6	9,0	10,0	9,5	13,5	18,9	17,0
<b>10 May</b>	P 16 213	25,7	18,4	-4,2	88,7	26,2	6,5	27,7	22,9	23,4	23,2	3,3	-13,5	25,1	24,4	35,5
<b>10 Jun</b>	P 16 203	16,6	15,4	-4,1	41,6	26,7	-0,7	28,5	14,1	13,5	16,1	17,0	8,8	52,2	15,2	36,0
<b>10 Jul</b>	P 16 379	13,2	11,7	-9,3	-2,4	31,5	34,6	31,4	11,2	12,8	12,7	5,3	1,7	32,3	48,3	47,9
<b>10 Ago</b>	P 12 874	27,8	19,6	2,9	33,4	29,1	38,1	28,3	23,4	19,4	25,4	48,6	25,7	61,8	69,1	38,7
<b>10 Sep</b>	P 15 902	14,6	9,9	-4,2	3,0	21,7	6,8	22,8	10,8	10,2	12,5	29,1	13,6	49,3	35,7	48,8
<b>10 Oct</b>	P 17 393	16,6	12,1	-6,2	26,7	23,4	9,0	24,5	16,8	15,2	15,3	26,0	13,0	29,9	10,9	31,9
<b>10 Nov</b>	P 17 525	24,6	20,3	2,2	34,5	32,9	34,6	32,8	20,1	20,4	21,9	35,7	49,6	50,0	50,6	33,4
<b>10 Dic</b>	P 15 956	16,8	13,6	2,3	-0,3	25,7	44,7	24,5	20,2	20,3	20,9	11,4	8,8	19,2	15,9	-53,3
<b>11 Ene</b>	P 15 955	32,0	24,7	13,8	58,0	28,3	16,1	29,0	25,3	24,2	30,8	62,9	22,2	38,4	60,5	-7,1
<b>11 Feb</b>	P 17 137	22,5	14,8	8,9	18,8	18,3	70,3	16,2	19,9	18,3	21,4	56,9	39,3	60,7	51,5	-54,1
<b>11 Mar</b>	P 19 645	18,0	10,7	10,5	39,4	6,6	12,8	6,3	13,4	9,8	16,9	33,4	2,1	29,1	12,6	31,0
<b>11 Abr</b>	P 17 344	18,6	8,4	7,2	23,3	6,9	35,3	5,5	15,2	10,8	15,9	50,4	30,5	23,7	17,0	-3,5

**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.

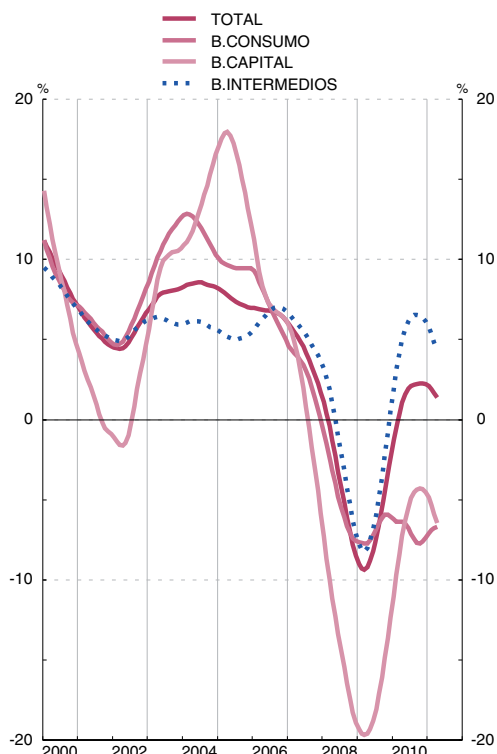
## 7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

■ Serie representada gráficamente.

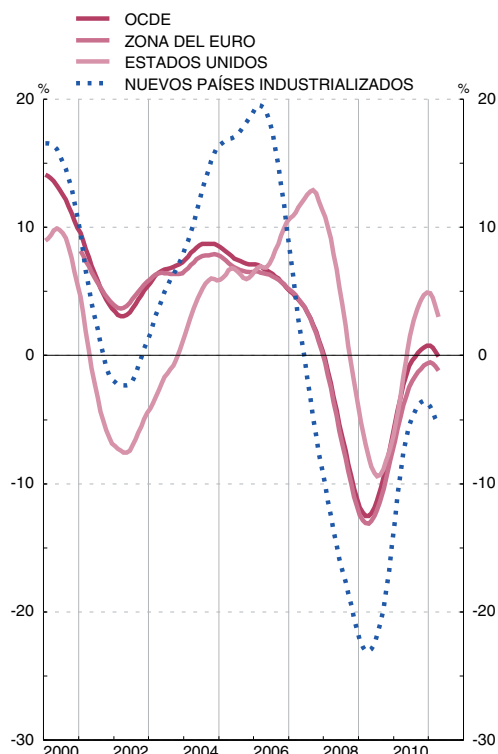
Millones de euros y tasas de variación interanual

	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	5,9	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	6,4	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	3,3	11,1	1,1	5,6	5,3	6,1	-0,1	40,8	29,3	37,3	11,2
<b>06</b>	262 687	12,8	8,5	7,3	2,5	10,2	6,1	11,5	8,4	8,0	8,5	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6
<b>07</b>	285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,8	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7
<b>08</b>	283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,8	-7,4	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1
<b>09</b>	206 116	-27,3	-17,5	-12,1	-31,4	-17,5	-9,9	-20,0	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6
<b>10 Mar</b>	P 20 945	20,6	21,6	3,0	10,8	32,6	9,1	41,0	17,0	12,6	15,6	6,1	40,0	36,4	47,0	47,2
<b>10 Abr</b>	P 19 628	16,6	14,2	-0,1	9,4	22,0	2,0	29,4	8,6	5,9	9,9	-1,8	57,7	25,2	22,9	13,0
<b>10 May</b>	P 20 378	26,1	20,0	11,4	10,8	25,6	-0,2	35,1	19,3	10,1	19,9	17,2	19,3	64,3	52,6	8,4
<b>10 Jun</b>	P 20 914	22,1	16,1	-1,7	17,7	24,8	12,0	28,9	12,1	9,9	13,3	10,1	56,9	41,1	44,1	26,7
<b>10 Jul</b>	P 20 666	16,7	11,1	-11,3	16,2	22,0	5,7	27,8	9,1	10,5	11,3	49,5	39,3	35,1	44,2	-18,2
<b>10 Ago</b>	P 17 334	18,8	6,9	-10,9	22,9	14,5	-0,0	20,7	8,2	7,8	7,9	21,8	30,4	57,5	41,8	4,0
<b>10 Sep</b>	P 20 248	4,9	-1,2	-21,2	-4,2	9,7	1,1	12,2	-3,3	-1,9	-2,2	13,5	6,0	1,6	40,9	9,3
<b>10 Oct</b>	P 21 093	12,0	3,7	-19,0	8,1	15,0	2,4	19,1	3,1	3,9	6,7	17,6	18,4	38,5	28,4	-5,6
<b>10 Nov</b>	P 21 405	13,1	4,2	-12,8	12,1	11,5	4,7	13,6	4,2	2,9	6,1	17,2	14,3	69,3	26,7	9,9
<b>10 Dic</b>	P 21 321	20,2	9,8	-8,8	-4,5	21,5	18,6	22,4	9,5	8,5	10,3	40,8	41,9	51,1	20,5	7,3
<b>11 Ene</b>	P 20 882	25,8	12,8	-2,1	21,1	17,4	22,6	15,7	15,4	15,0	18,2	32,9	39,8	49,6	22,4	-2,9
<b>11 Feb</b>	P 20 387	16,2	5,5	-0,1	-1,9	8,4	1,5	10,4	11,0	13,6	12,3	36,4	26,8	19,8	9,6	8,1
<b>11 Mar</b>	P 24 239	15,7	3,9	-1,2	-8,0	7,3	-6,0	11,0	13,6	15,5	14,2	19,9	3,4	4,2	-4,4	7,8
<b>11 Abr</b>	P 21 306	8,5	-2,2	-8,0	-11,6	1,0	-1,3	1,7	2,2	2,2	2,8	21,4	1,8	68,5	0,7	-20,1

**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.

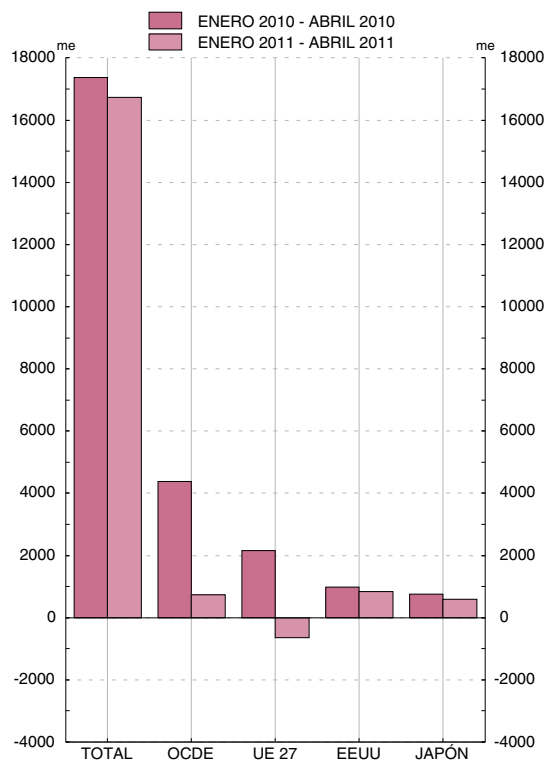
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**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**

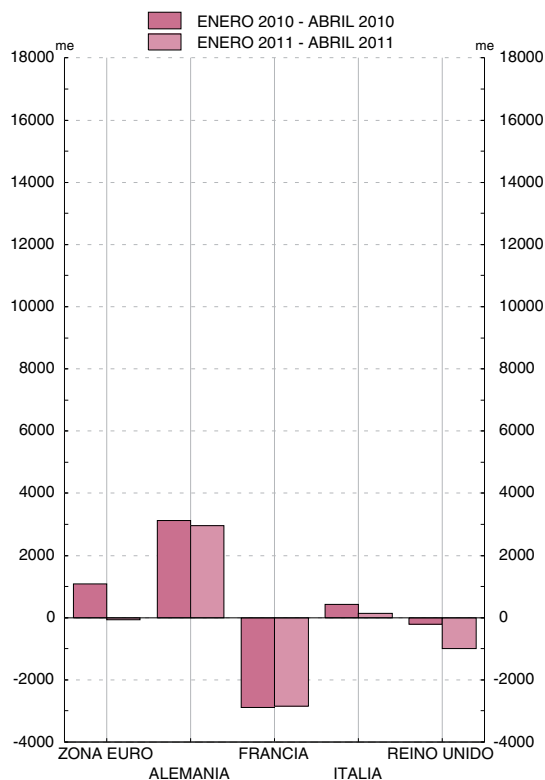
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 27)						OCDE					13	14	15
		2=3+7	Zona del Euro			Resto de la UE 27		9	Del cual:			12			
			3	Del cual:			7		8	10	11				
				Total	Alemania	Francia									
<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>10</b>	P	-52 283	-4 192	-1 241	-8 486	8 399	-398	709	-9 822	-2 834	-2 048	-17 286	-4 162	-16 219	-1 244
<b>10 Mar</b>	P	-4 292	-242	78	-874	808	-77	-320	-813	-263	-225	-1 434	-534	-1 279	-239
<b>10 Abr</b>	P	-5 004	-1 040	-867	-891	665	-201	-174	69	-1 665	-234	-181	-1 570	-368	-1 094
<b>10 May</b>	P	-4 165	-620	46	-652	757	78	-666	-119	-1 030	-229	-221	-1 252	-430	-1 257
<b>10 Jun</b>	P	-4 711	-728	-367	-859	753	-48	-361	114	-1 089	-225	-177	-1 599	-291	-1 330
<b>10 Jul</b>	P	-4 288	-258	-118	-760	567	-118	-140	240	-596	-151	-111	-1 610	-201	-1 551
<b>10 Ago</b>	P	-4 460	-510	-461	-553	156	8	-49	-18	-688	-106	-133	-1 457	-342	-1 503
<b>10 Sep</b>	P	-4 346	-134	68	-817	934	-10	-202	46	-404	-256	-179	-1 196	-408	-1 695
<b>10 Oct</b>	P	-3 700	422	404	-564	843	153	18	257	-388	-276	-148	-1 484	-246	-1 427
<b>10 Nov</b>	P	-3 880	314	483	-548	873	189	-170	64	-268	-261	-180	-1 174	-522	-1 355
<b>10 Dic</b>	P	-5 365	-513	-208	-600	630	-225	-305	-94	-982	-345	-150	-1 873	-472	-1 339
<b>11 Ene</b>	P	-4 927	299	322	-374	591	50	-23	111	-116	-284	-134	-1 901	-398	-1 434
<b>11 Feb</b>	P	-3 250	413	362	-625	767	-79	51	230	150	-174	-168	-1 618	70	-1 209
<b>11 Mar</b>	P	-4 594	-300	-451	-1 091	741	-38	151	376	-568	-237	-181	-1 491	-419	-1 181
<b>11 Abr</b>	P	-3 962	240	-173	-866	743	-75	413	274	-200	-141	-118	-1 428	-822	-1 069

**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.

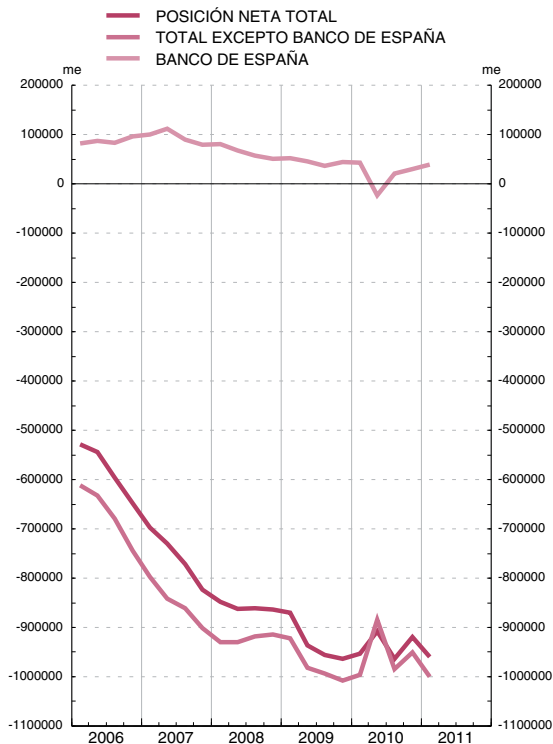
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

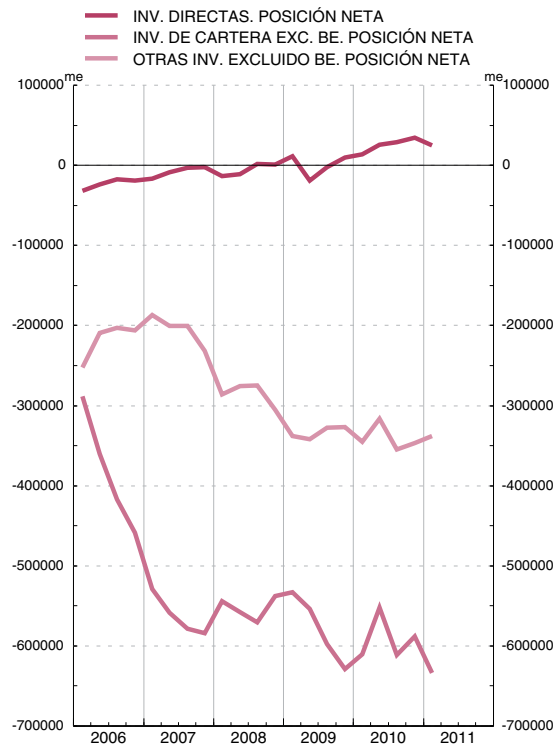
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta excepto 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
03	-354,3	-410,3	-93,9	175,0	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	...	56,1	21,2	18,3	16,6
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7
05	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1
06	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07	-822,8	-901,7	-2,6	395,4	398,0	-648,5	438,4	1 086,9	-231,8	379,5	611,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 /	-848,7	-929,3	-13,6	393,3	406,9	-608,8	413,0	1 021,9	-286,1	381,2	667,4	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
II	-862,7	-929,9	-10,8	407,9	418,7	-620,2	393,9	1 014,1	-275,5	417,2	692,7	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
III	-861,3	-918,4	1,7	422,6	420,9	-633,6	380,5	1 014,1	-274,8	423,1	697,9	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
IV	-863,1	-914,0	1,3	424,4	423,2	-603,7	354,2	958,0	-305,1	386,6	691,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
09 /	-870,4	-922,6	11,6	427,7	416,0	-596,6	342,1	938,7	-337,7	374,5	712,1	0,0	52,3	15,7	-27,4	64,0
II	-937,0	-982,4	-18,8	438,7	457,4	-614,2	363,2	977,4	-342,1	370,6	712,8	-7,3	45,4	15,1	-30,5	60,7
III	-956,1	-993,0	-2,2	446,0	448,2	-658,3	376,9	1 035,3	-327,5	365,1	692,6	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2
IV	-963,6	-1 007,7	9,4	450,2	440,7	-689,3	378,6	1 067,9	-326,9	370,5	697,4	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9
10 /	-953,2	-995,5	14,0	456,8	442,8	-670,2	385,7	1 055,9	-345,1	364,2	709,3	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0
II	-907,6	-884,2	25,7	471,0	445,4	-605,4	358,7	964,1	-316,5	373,1	689,5	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1
III	-963,6	-983,8	29,2	480,8	451,6	-662,4	339,9	1 002,4	-354,8	355,2	710,1	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9
IV	-919,8	-950,1	34,2	494,1	459,9	-640,1	318,4	958,4	-346,9	374,1	720,9	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5
11 /	-960,0	-999,5	24,9	490,3	465,4	-685,2	308,1	993,4	-337,6	381,3	718,9	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la 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.

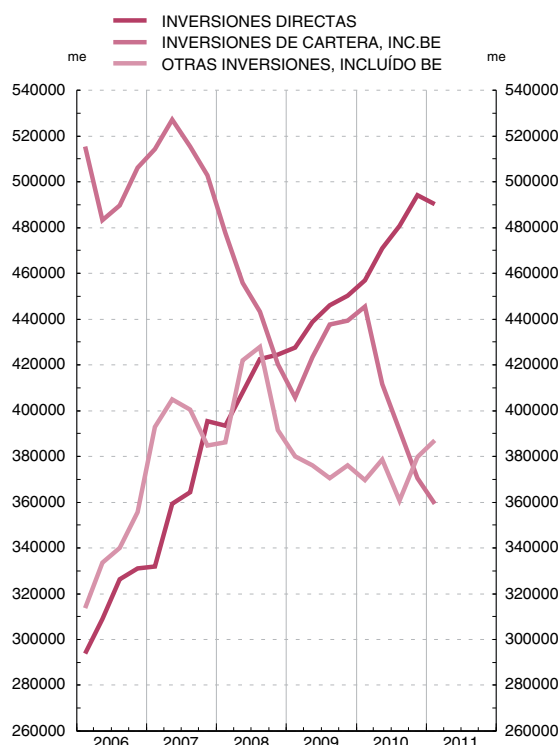
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

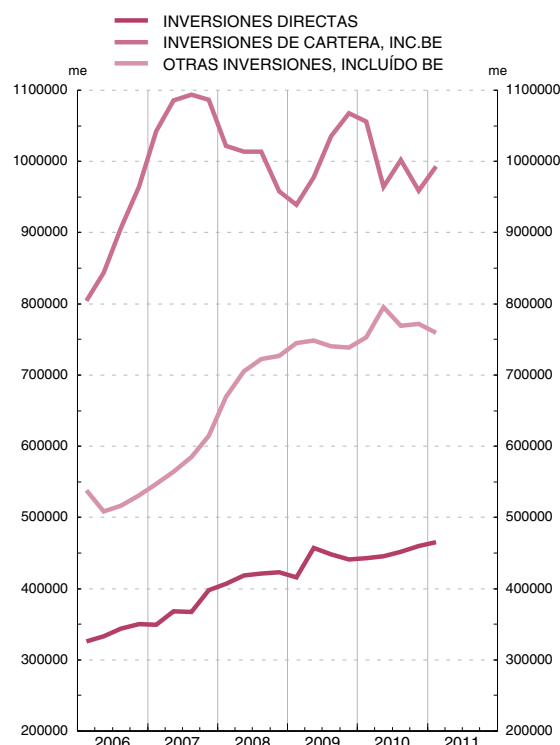
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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>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>	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>	366 644	26 665	322 519	84 422	103 988	373 584	235 984	785 876	386 186	669 225	53 297	74 001
<b>II</b>	380 219	27 659	329 774	88 933	97 307	358 629	216 631	797 428	421 982	704 984	58 579	82 016
<b>III</b>	391 877	30 743	323 994	96 913	82 732	360 523	200 218	813 893	427 889	722 208	70 066	81 757
<b>IV</b>	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
<b>09 /</b>	395 386	32 267	312 847	103 173	54 989	350 665	142 151	796 597	379 932	744 633	111 670	111 538
<b>II</b>	407 942	30 719	337 118	120 320	62 698	360 773	177 670	799 699	376 070	748 364	92 879	100 032
<b>III</b>	418 328	27 720	330 958	117 282	74 037	363 555	218 943	816 315	370 541	740 153	85 194	90 098
<b>IV</b>	425 084	25 085	329 732	110 993	81 229	357 947	222 620	845 284	375 979	738 793	77 449	78 498
<b>10 /</b>	431 647	25 186	333 499	109 340	91 998	353 521	199 350	856 507	369 680	752 992	93 867	88 286
<b>II</b>	443 747	27 272	336 151	109 199	90 402	321 202	170 376	793 757	378 500	795 416	118 304	106 522
<b>III</b>	450 652	30 140	341 142	110 452	91 872	299 516	195 646	806 723	360 672	769 535	121 434	117 049
<b>IV</b>	463 012	31 046	347 166	112 701	95 466	275 058	182 815	775 629	379 640	772 251	95 116	92 459
<b>11 /</b>	459 391	30 916	355 554	109 830	96 115	263 316	206 217	787 163	386 873	759 561	80 724	82 170

### 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.

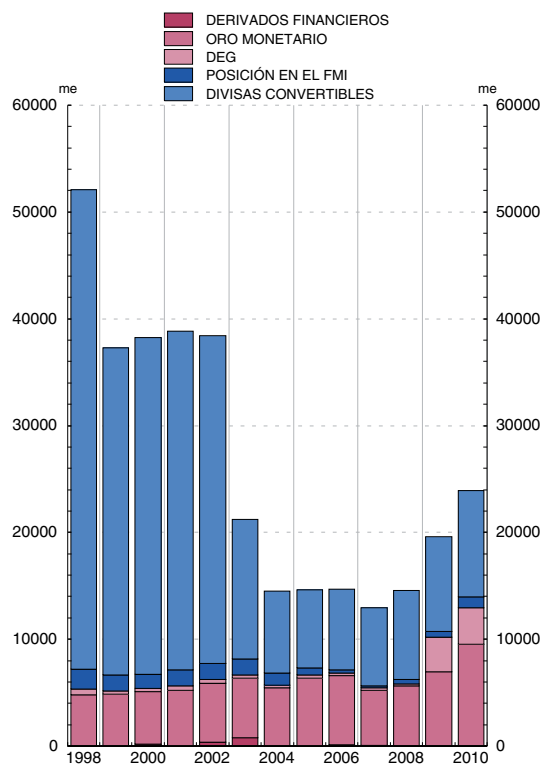
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

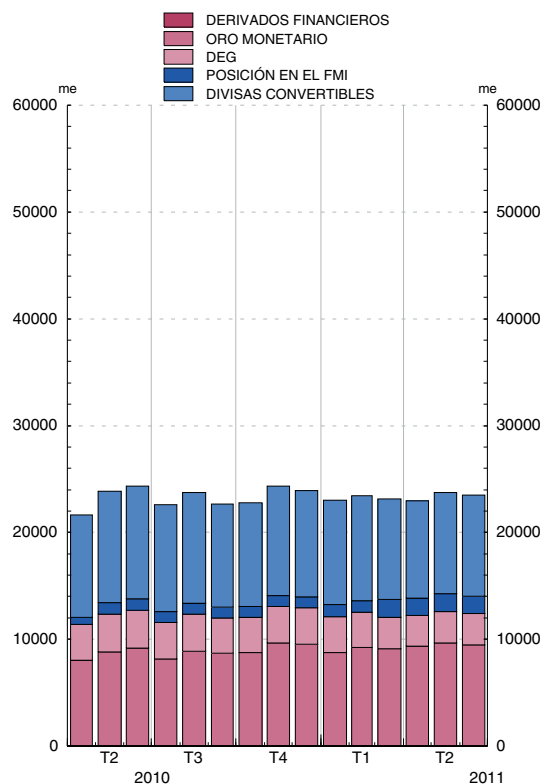
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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>05</b>	14 601	7 306	636	281	6 400	-	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>	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
<b>10</b>							
<i>Ene</i>	20 047	9 177	554	3 296	7 020	-	9,1
<i>Feb</i>	20 859	9 456	662	3 344	7 396	-	9,1
<i>Mar</i>	20 918	9 473	661	3 332	7 452	-	9,1
<i>Abr</i>	21 657	9 627	644	3 352	8 034	-	9,1
<i>May</i>	23 870	10 444	1 078	3 509	8 839	-	9,1
<i>Jun</i>	24 353	10 555	1 091	3 537	9 169	-	9,1
<i>Jul</i>	22 626	10 029	1 055	3 412	8 130	-	9,1
<i>Ago</i>	23 717	10 368	1 018	3 466	8 865	-	9,1
<i>Sep</i>	22 641	9 629	995	3 320	8 697	-	9,1
<i>Oct</i>	22 754	9 696	990	3 302	8 766	-	9,1
<i>Nov</i>	24 351	10 279	1 024	3 416	9 632	-	9,1
<i>Dic</i>	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
<b>11</b>							
<i>Ene</i>	23 034	9 769	1 158	3 345	8 762	-	9,1
<i>Feb</i>	23 410	9 812	1 040	3 322	9 235	-	9,1
<i>Mar</i>	23 159	9 439	1 643	2 957	9 119	-	9,1
<i>Abr</i>	22 965	9 102	1 606	2 891	9 365	-	9,1
<i>May</i>	23 734	9 452	1 676	2 943	9 664	-	9,1
<i>Jun</i>	23 471	9 420	1 667	2 938	9 447	-	9,1

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.



**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN**
*Saldos a fin de periodo*
*Millones de euros*

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>07 /</b>	1 462 506	219 394	4 901	40	195 781	18 672	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027
<b>II</b>	1 523 843	215 134	5 446	443	190 503	18 742	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341
<b>III</b>	1 542 085	207 145	4 820	1 329	182 455	18 541	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140
<b>IV</b>	1 563 730	197 835	4 653	878	173 266	19 038	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300
<b>08 /</b>	1 596 725	200 163	6 329	558	173 668	19 607	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
<b>II</b>	1 651 445	202 260	5 594	162	177 009	19 495	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
<b>III</b>	1 690 245	217 747	9 722	494	187 624	19 907	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
<b>IV</b>	1 672 021	233 755	12 480	2 099	198 366	20 810	-	766 311	12 224	400 691	249 210	104 187
<b>09 /</b>	1 699 828	242 673	15 801	480	204 677	21 716	-	783 924	15 149	411 446	248 633	108 696
<b>II</b>	1 728 579	256 256	21 125	978	211 334	22 819	-	785 982	14 200	409 692	251 728	110 363
<b>III</b>	1 738 278	275 266	31 005	709	219 370	24 182	-	769 833	14 217	391 123	256 821	107 671
<b>IV</b>	1 762 752	299 201	44 479	532	229 558	24 632	-	782 741	14 873	384 509	260 201	123 157
<b>10 /</b>	1 793 981	318 190	51 915	117	240 354	25 804	-	790 665	16 642	399 817	257 133	117 073
<b>II</b>	1 774 382	292 966	39 746	195	225 671	27 354	-	743 171	12 157	378 888	240 537	111 589
<b>III</b>	1 759 128	303 146	39 461	934	234 755	27 997	-	758 911	10 926	396 110	243 702	108 173
<b>IV</b>	1 732 416	290 203	36 687	979	223 177	29 361	-	761 172	9 906	425 112	239 582	86 572
<b>11 /</b>	1 729 009	306 951	34 674	488	241 816	29 973	-	761 218	10 333	391 762	240 483	118 640

**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)**
*Saldos a fin de periodo*
*Millones de euros*

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total (a)	Corto plazo Depósitos	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
				Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
<b>07 /</b>	322	322	456 149	5 303	21 653	550	317 258	109 572	334	1 479	128 544	50 040	78 504
<b>II</b>	423	423	482 312	5 418	27 035	1 066	336 291	110 523	331	1 647	141 233	50 464	90 769
<b>III</b>	277	277	494 727	2 553	22 020	854	345 252	122 021	339	1 688	132 920	52 206	80 714
<b>IV</b>	3 550	3 550	493 937	701	20 981	314	343 564	126 473	331	1 573	144 292	55 165	89 128
<b>08 /</b>	1 855	1 855	484 555	927	22 022	473	328 226	130 418	358	2 132	141 624	56 104	85 520
<b>II</b>	12 326	12 326	493 741	6 217	22 786	1 465	327 505	133 364	355	2 047	149 032	61 350	87 683
<b>III</b>	24 276	24 276	501 587	18 093	25 024	1 342	318 792	136 110	362	1 865	154 144	62 559	91 585
<b>IV</b>	35 233	35 233	479 500	13 329	22 307	2 668	302 204	136 854	361	1 777	157 223	65 142	92 080
<b>09 /</b>	32 491	32 491	482 143	20 122	17 966	3 275	292 216	145 886	393	2 285	158 598	69 841	88 757
<b>II</b>	35 596	35 596	470 228	18 969	16 003	2 416	282 343	147 551	385	2 561	180 517	90 520	89 997
<b>III</b>	47 538	47 538	463 831	13 249	14 997	2 322	281 652	148 499	419	2 694	181 811	89 667	92 144
<b>IV</b>	41 400	41 400	460 736	17 935	12 676	2 052	278 237	146 591	419	2 825	178 675	73 654	105 022
<b>10 /</b>	43 673	43 673	456 971	14 634	13 529	2 895	275 829	146 110	424	3 550	184 482	68 935	115 547
<b>II</b>	105 881	105 881	447 155	12 714	16 296	4 033	262 932	146 801	431	3 949	185 209	66 389	118 820
<b>III</b>	59 477	59 477	454 723	14 042	15 906	4 337	263 837	152 041	421	4 139	182 871	66 278	116 592
<b>IV</b>	51 323	51 323	445 182	12 163	16 689	3 549	254 114	154 108	422	4 138	184 536	66 604	117 932
<b>11 /</b>	40 665	40 665	437 890	11 785	17 899	3 086	248 073	152 494	415	4 138	182 285	66 878	115 406

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>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
<b>11 Ene</b>	349 323	184 834	303 292	-78 160	-	65	60 707	166 234	827 363	94 746	548 751	207 124	183 089
<i>Feb</i>	374 289	159 033	323 186	-82 463	-	6 539	32 007	149 313	820 280	89 194	549 375	210 786	224 976
<i>Mar</i>	338 910	106 478	336 508	-81 557	-	1 478	23 997	128 374	822 946	81 378	552 327	223 623	210 536
<i>Abr</i>	320 481	96 912	322 853	-79 647	-	378	20 016	118 868	831 108	64 758	526 450	250 548	201 613
<i>May</i>	334 784	121 578	315 687	-78 717	-	252	24 016	117 883	833 005	53 806	526 287	242 641	216 902
<i>Jun</i>	356 966	134 617	315 438	-76 028	-	158	17 219	142 772	842 535	75 422	528 083	247 102	214 194

**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>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
<b>11 Ene</b>	53 120	17 882	39 237	-872	-	4	3 131	51 551	-5 585	-14 331	74 555	8 039	20 445	76 480	21 486
<i>Feb</i>	49 177	14 803	36 141	-494	-	-	1 273	43 382	-5 585	-14 067	73 006	10 280	20 545	76 807	25 447
<i>Mar</i>	40 992	9 090	34 734	-1 492	-	-	1 340	40 606	-5 585	-18 751	72 689	7 193	20 785	77 848	24 721
<i>Abr</i>	42 077	10 830	32 991	-694	-	-	1 050	43 621	-5 585	-18 710	73 096	6 828	19 781	78 852	22 751
<i>May</i>	53 047	18 422	39 430	-574	-	0	4 231	50 085	-5 585	-17 056	71 609	8 699	19 822	77 543	25 604
<i>Jun</i>	47 455	11 506	37 949	-449	-	40	1 591	47 536	-5 585	-17 940	71 283	9 185	19 886	78 522	23 444

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

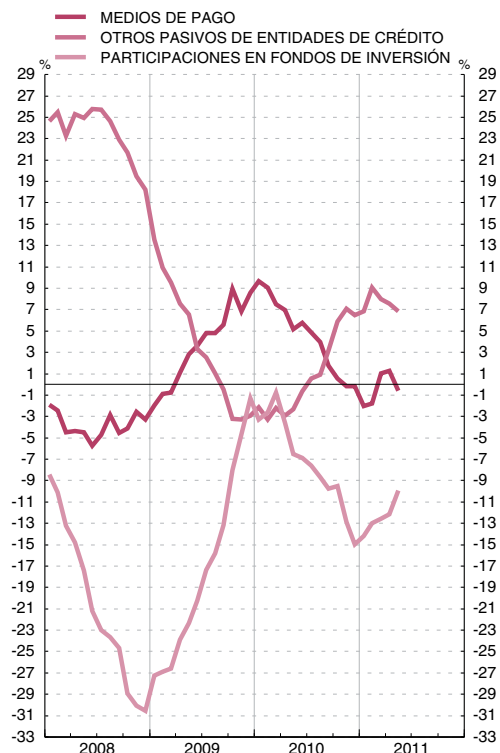
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

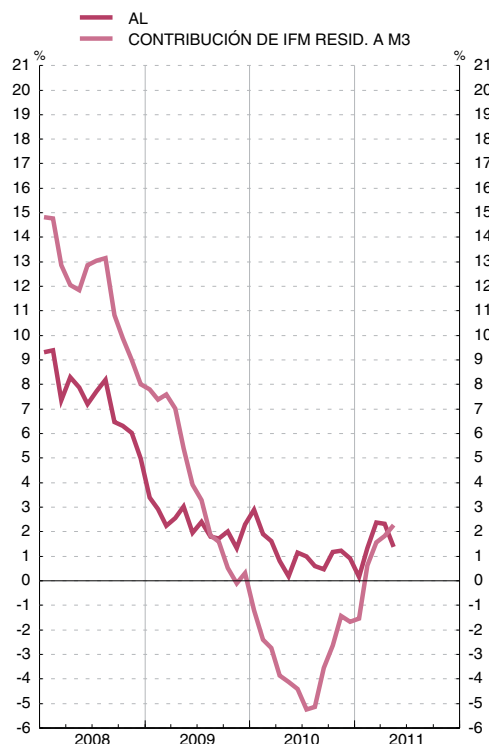
Millones de euros y porcentajes

	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
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>08</b>	479 495	-3,3	0,5	-4,2	546 926	18,2	24,3	-19,1	-8,9	148 107	-30,6	-16,7	-41,3	5,0	8,0
<b>09</b>	520 512	8,6	0,6	10,6	530 785	-3,0	-1,3	-12,0	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,3	0,3
<b>10</b>	519 551	-0,2	-0,3	-0,1	565 986	6,6	6,4	14,1	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,0	-1,7
<b>10 Feb</b>	516 731	9,0	0,7	11,1	522 014	-3,3	-2,2	-8,8	-38,5	143 869	-2,6	-5,4	0,7	1,9	-2,4
<b>Mar</b>	510 307	7,5	0,9	9,2	527 889	-2,2	-1,4	-3,9	-40,3	143 517	-0,7	-7,5	7,3	1,6	-2,7
<b>Abr</b>	506 816	7,0	-0,4	8,9	526 239	-3,0	-1,8	-11,9	-30,2	142 177	-3,6	-10,4	4,5	0,7	-3,9
<b>May</b>	513 534	5,2	0,3	6,4	530 108	-2,6	-0,1	-20,8	-40,7	137 385	-6,5	-13,2	1,4	0,1	-4,1
<b>Jun</b>	532 191	5,8	0,8	7,0	535 883	-1,0	1,4	-21,3	-22,1	133 721	-6,9	-16,4	4,2	1,0	-4,4
<b>Jul</b>	524 832	4,9	0,8	5,9	544 176	0,3	2,7	-18,5	-30,8	133 385	-7,6	-20,8	8,1	0,9	-5,2
<b>Ago</b>	518 585	4,0	0,7	4,8	546 485	0,9	2,7	-13,3	-29,3	132 909	-8,7	-22,6	8,1	0,6	-5,1
<b>Sep</b>	511 873	1,7	0,7	2,0	553 915	3,3	4,9	-6,7	-36,3	131 280	-9,7	-25,6	9,9	0,5	-3,5
<b>Oct</b>	507 466	0,6	0,1	0,7	557 758	6,0	7,2	-0,8	-33,3	130 626	-9,5	-26,1	10,7	1,2	-2,6
<b>Nov</b>	505 196	-0,2	-0,4	-0,1	563 437	7,2	7,5	10,0	-24,9	125 886	-12,9	-28,6	6,2	1,3	-1,4
<b>Dic</b>	519 551	-0,2	-0,3	-0,1	565 986	6,6	6,4	14,1	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,0	-1,7
<b>11 Ene</b>	505 825	-2,0	-0,3	-2,4	565 339	7,2	7,1	12,1	-20,5	124 909	-13,8	-30,5	5,2	0,3	-1,5
<b>Feb</b>	507 403	-1,8	-0,4	-2,1	571 131	9,4	8,8	19,7	-11,5	125 719	-12,6	-30,6	7,1	1,5	0,6
<b>Mar</b>	515 642	1,0	-1,2	1,6	571 695	8,3	7,5	19,6	1,8	125 307	-12,7	-28,5	3,7	2,5	1,6
<b>Abr</b>	513 159	1,3	-0,9	1,7	569 003	8,1	7,9	14,6	-16,1	124 736	-12,3	-28,0	3,9	2,6	1,8
<b>May</b>	510 442	-0,6	-2,5	-0,2	572 356	8,0	7,4	15,7	0,5	123 511	-10,1	-25,8	5,7	1,9	2,3

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

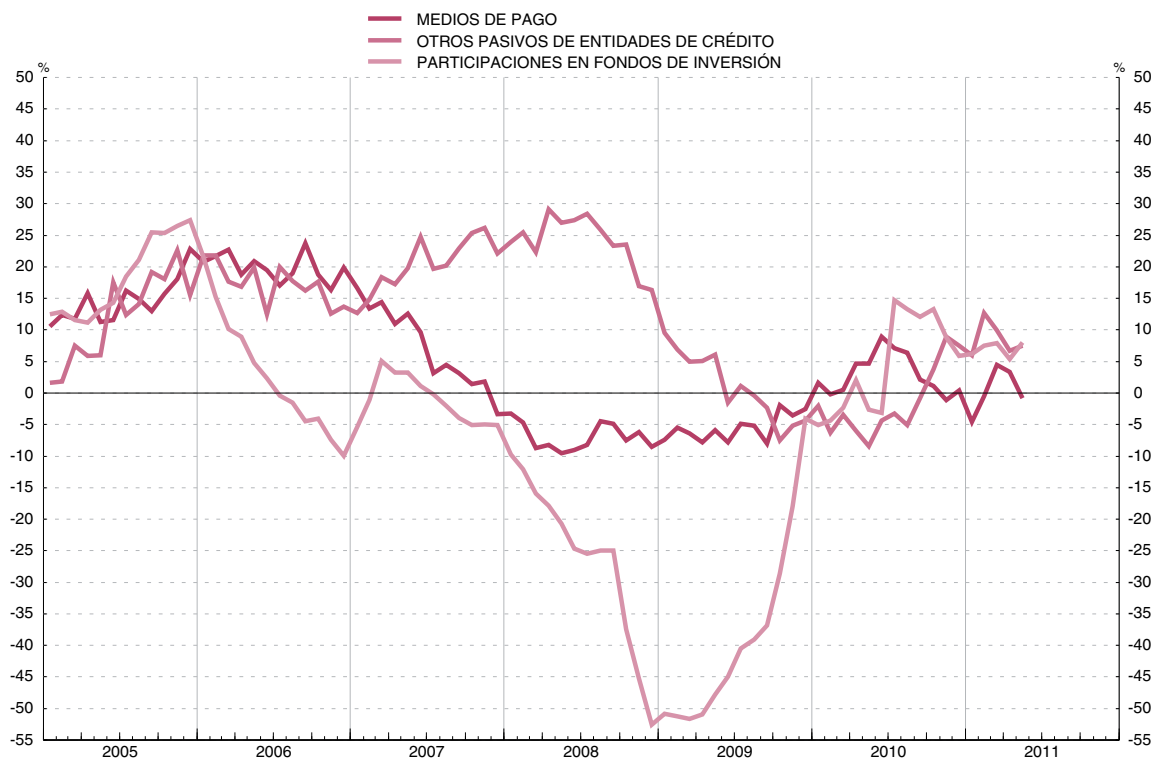
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		
					Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
<b>08</b>	121 783	-8,6	118 246	16,3	25,1	-0,3	11 959	-52,5	-42,7	-60,1	
<b>09</b>	118 631	-2,6	113 110	-4,3	9,2	-36,7	11 475	-4,0	-6,4	-1,4	
<b>10</b>	119 142	0,4	121 733	7,6	6,1	14,1	12 153	5,9	-9,4	22,1	
<b>10 Feb</b>	116 949	-0,3	104 625	-6,3	4,9	-38,0	11 376	-4,4	-10,8	3,3	
<b>Mar</b>	115 671	0,5	108 006	-3,4	6,3	-33,2	11 368	-2,4	-12,5	10,2	
<b>Abr</b>	114 114	4,6	108 420	-6,1	4,0	-35,1	11 585	2,0	-2,4	6,9	
<b>May</b>	118 963	4,7	108 300	-8,7	3,4	-42,4	11 195	-2,7	-8,3	3,8	
<b>Jun</b>	125 313	8,9	111 092	-4,8	5,9	-36,0	10 897	-3,1	-11,8	6,7	
<b>Jul</b>	120 072	7,1	113 354	-3,5	6,9	-35,0	13 472	14,7	-1,4	33,7	
<b>Ago</b>	121 405	6,4	112 276	-5,2	2,5	-29,5	13 424	13,3	-3,7	33,6	
<b>Sep</b>	118 151	2,1	116 065	-0,8	5,8	-22,1	13 259	12,1	-7,3	36,0	
<b>Oct</b>	115 037	1,1	116 557	3,8	8,6	-13,3	12 766	13,3	-4,2	33,0	
<b>Nov</b>	115 219	-1,2	121 148	9,1	9,6	7,1	12 302	8,8	-7,9	27,6	
<b>Dic</b>	119 142	0,4	121 733	7,6	6,1	14,1	12 153	5,9	-9,4	22,1	
<b>11 Ene</b>	112 151	-4,6	116 570	6,8	5,4	13,0	12 228	6,9	-11,3	26,2	
<b>Feb</b>	116 384	-0,5	119 121	13,9	10,1	32,0	12 307	8,2	-11,5	28,5	
<b>Mar</b>	120 811	4,4	120 759	11,8	7,3	34,0	12 267	7,9	-9,1	24,5	
<b>Abr</b>	117 918	3,3	117 706	8,6	5,3	23,7	12 211	5,4	-13,4	24,6	
<b>May</b>	117 947	-0,9	119 638	10,5	6,0	32,8	12 091	8,0	-10,7	26,8	

#### 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.

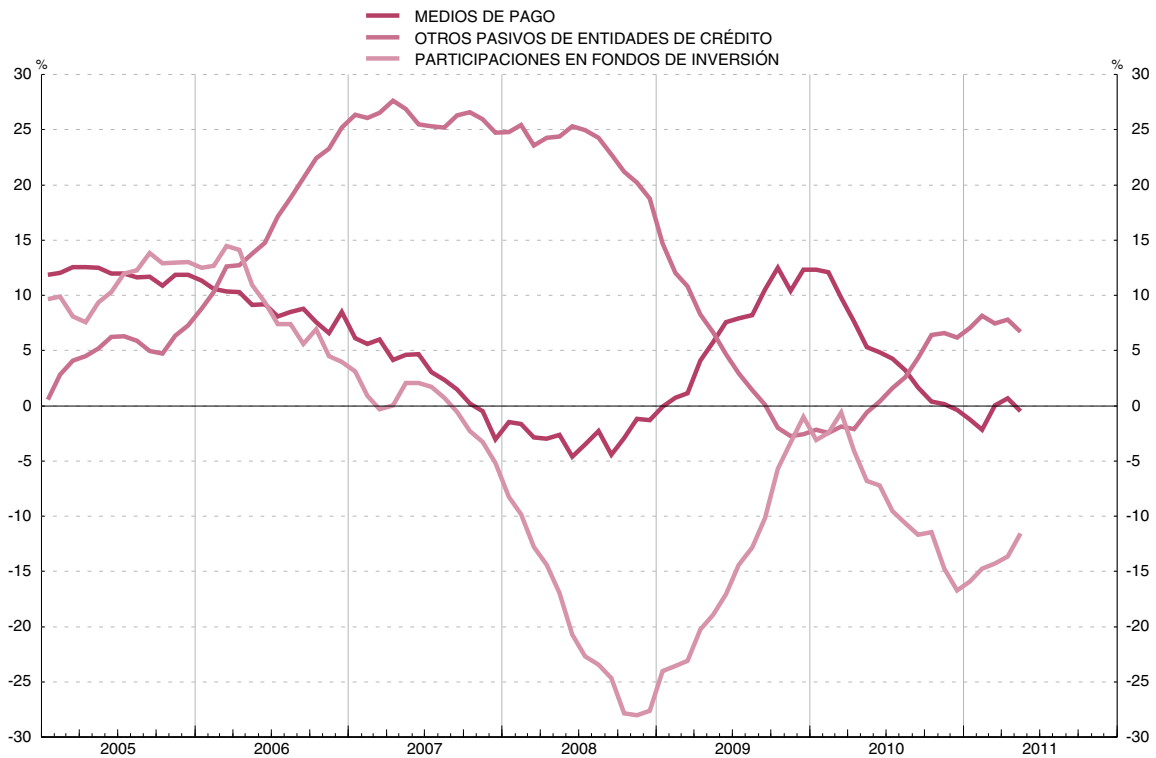
### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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>08</b>	357 712	-1,3	3,1	-2,7	428 680	18,7	24,2	-35,5	136 148	-27,6	-13,3	-38,7
<b>09</b>	401 881	12,3	3,5	15,3	417 675	-2,6	-3,5	14,6	134 738	-1,0	1,1	-3,4
<b>10</b>	400 409	-0,4	0,2	-0,5	444 253	6,4	6,5	4,6	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
<b>10 Feb</b>	399 782	12,1	3,2	15,0	417 389	-2,5	-3,6	19,6	132 493	-2,5	-4,9	0,4
<b>Mar</b>	394 636	9,8	3,2	11,9	419 883	-1,9	-3,0	18,8	132 148	-0,6	-7,0	7,1
<b>Abr</b>	392 702	7,7	1,6	9,6	417 818	-2,2	-3,0	11,0	130 592	-4,1	-11,0	4,3
<b>May</b>	394 571	5,3	2,2	6,3	421 807	-0,9	-0,9	-1,0	126 190	-6,8	-13,6	1,2
<b>Jun</b>	406 878	4,9	2,5	5,6	424 791	-0,0	0,4	-5,9	122 824	-7,2	-16,7	4,0
<b>Jul</b>	404 761	4,2	2,3	4,9	430 822	1,4	1,8	-4,2	119 913	-9,5	-22,5	5,9
<b>Ago</b>	397 180	3,2	2,0	3,6	434 208	2,5	2,8	-0,7	119 485	-10,6	-24,3	5,8
<b>Sep</b>	393 722	1,6	1,8	1,6	437 851	4,4	4,7	0,6	118 021	-11,7	-27,2	7,6
<b>Oct</b>	392 429	0,4	1,0	0,2	441 202	6,6	6,9	1,9	117 860	-11,5	-27,8	8,7
<b>Nov</b>	389 977	0,1	0,3	0,1	442 289	6,7	7,0	3,1	113 584	-14,7	-30,3	4,3
<b>Dic</b>	400 409	-0,4	0,2	-0,5	444 253	6,4	6,5	4,6	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
<b>11 Ene</b>	393 674	-1,3	0,2	-1,7	448 769	7,2	7,5	3,2	112 681	-15,6	-32,1	3,3
<b>Feb</b>	391 019	-2,2	0,2	-2,9	452 010	8,3	8,6	3,9	113 412	-14,4	-32,1	5,2
<b>Mar</b>	394 832	0,0	-0,6	0,3	450 936	7,4	7,5	5,3	113 040	-14,5	-30,1	1,9
<b>Abr</b>	395 240	0,6	-0,4	1,0	451 297	8,0	8,5	1,0	112 525	-13,8	-29,3	2,0
<b>May</b>	392 495	-0,5	-2,1	-0,0	452 718	7,3	7,7	0,9	111 420	-11,7	-27,1	3,8

#### 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.

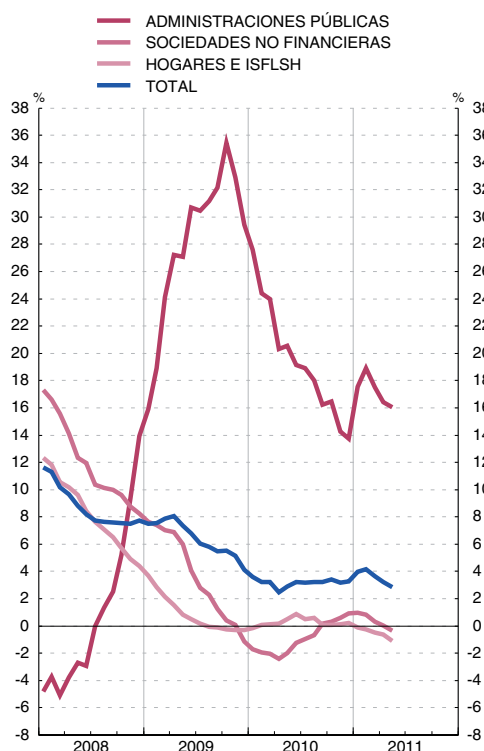
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

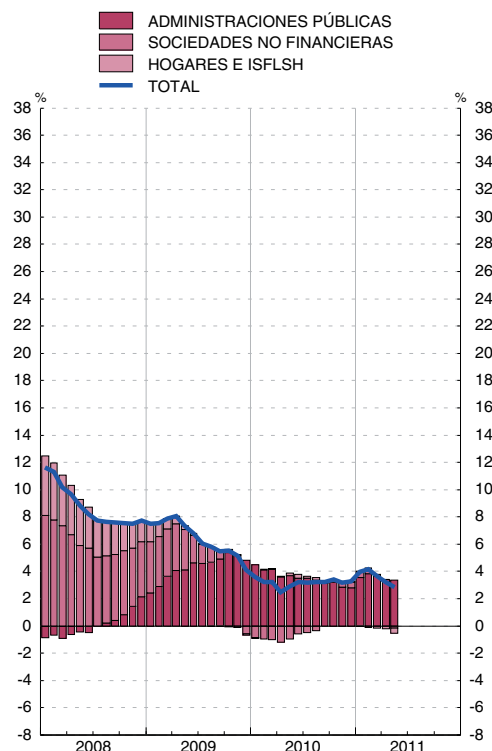
Millones de euros y porcentajes

	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	
08	2 653 983	191 558	7,8	13,9	6,6	8,2	4,4	5,6	12,1	12,4	2,1	5,6	4,1	1,6	4,0	0,2	1,4
09	2 770 085	109 731	4,1	29,5	-0,8	-1,2	-0,3	-2,0	36,9	1,1	4,8	-0,7	-0,6	-0,1	-1,4	0,6	0,1
10	2 850 507	91 161	3,3	13,8	0,6	0,9	0,2	-0,4	14,7	3,9	2,8	0,5	0,4	0,1	-0,3	0,3	0,5
10 Feb	2 757 536	5 674	3,2	24,4	-1,1	-1,9	0,1	-2,2	29,7	0,7	4,1	-0,9	-0,9	0,0	-1,5	0,5	0,1
Mar	2 783 582	17 717	3,2	24,0	-1,2	-2,0	0,1	-2,1	32,7	-0,5	4,2	-1,0	-1,0	0,0	-1,4	0,6	-0,1
Abr	2 788 288	4 844	2,5	20,3	-1,4	-2,4	0,2	-2,3	39,9	-1,5	3,6	-1,1	-1,2	0,1	-1,6	0,7	-0,2
May	2 802 479	12 707	2,9	20,6	-1,0	-2,0	0,5	-2,0	43,1	-1,2	3,7	-0,8	-1,0	0,2	-1,4	0,7	-0,1
Jun	2 826 543	24 607	3,2	19,1	-0,4	-1,2	0,9	-1,0	43,8	-2,7	3,5	-0,3	-0,6	0,3	-0,7	0,7	-0,3
Jul	2 823 019	-2 454	3,2	18,9	-0,4	-1,0	0,5	-1,0	26,4	-1,0	3,5	-0,3	-0,5	0,2	-0,7	0,5	-0,1
Ago	2 815 749	-7 105	3,2	18,0	-0,2	-0,7	0,6	-0,8	27,2	-0,9	3,4	-0,1	-0,3	0,2	-0,5	0,5	-0,1
Sep	2 826 322	18 225	3,2	16,3	0,2	0,2	0,1	-0,7	28,8	0,3	3,1	0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	0,0
Oct	2 841 719	17 118	3,4	16,5	0,2	0,3	0,1	-0,6	27,1	0,7	3,2	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,5	0,1
Nov	2 857 911	14 131	3,2	14,2	0,4	0,6	0,1	-0,4	18,4	1,5	2,8	0,3	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,2
Dic	2 850 507	-1 494	3,3	13,8	0,6	0,9	0,2	-0,4	14,7	3,9	2,8	0,5	0,4	0,1	-0,3	0,3	0,5
11 Ene	2 855 937	5 334	4,0	17,6	0,5	1,0	-0,1	-0,5	11,5	4,1	3,5	0,4	0,5	-0,0	-0,3	0,2	0,5
Feb	2 865 711	11 007	4,2	18,9	0,4	0,8	-0,3	-0,9	14,7	4,9	3,9	0,3	0,4	-0,1	-0,6	0,3	0,6
Mar	2 867 980	4 432	3,6	17,5	0,0	0,3	-0,5	-1,1	10,0	3,8	3,6	0,0	0,2	-0,2	-0,7	0,2	0,5
Abr	P 2 858 985	-7 002	3,2	16,4	-0,3	0,0	-0,6	-1,2	4,4	3,8	3,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,8	0,1	0,5
May	P 2 860 760	3 263	2,9	16,1	-0,6	-0,3	-1,1	-1,7	5,5	3,5	3,4	-0,5	-0,2	-0,4	-1,1	0,1	0,4

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.

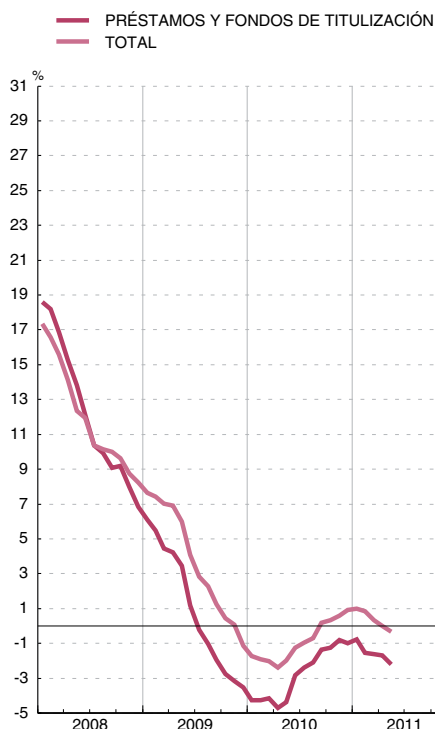
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

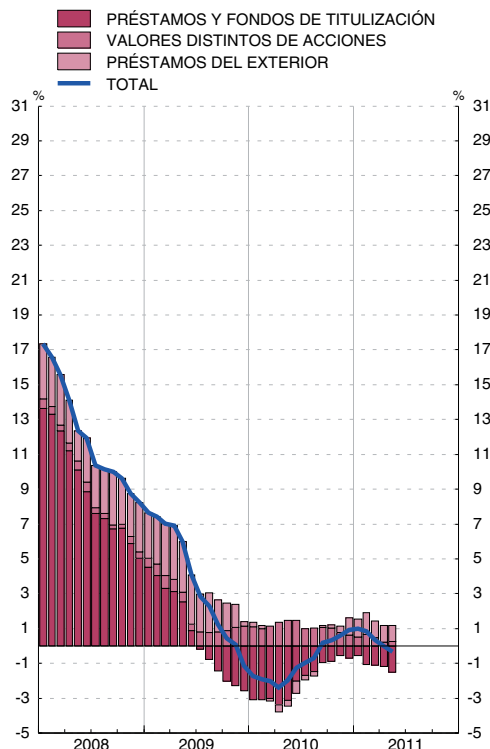
Millones de euros y porcentajes

	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>08</b>	1 309 090	100 165	8,2	954 134	6,8	5,0	41 063	25 648	12,1	0,4	313 893	12,2	2,9	2 060
<b>09</b>	1 305 011	-15 112	-1,2	916 361	-3,5	-2,6	56 199	40 095	36,9	1,2	332 451	1,1	0,3	1 256
<b>10</b>	1 313 450	11 839	0,9	897 475	-1,0	-0,7	64 436	47 129	14,7	0,6	351 539	3,9	1,0	1 581
<b>10 Feb</b>	1 294 555	-881	-1,9	908 079	-4,3	-3,1	57 812	41 445	29,7	1,0	328 664	0,7	0,2	1 187
<b>Mar</b>	1 305 494	2 115	-2,0	907 617	-4,2	-3,0	60 162	43 130	32,7	1,1	337 715	-0,6	-0,1	1 140
<b>Abr</b>	1 308 776	3 096	-2,4	904 876	-4,7	-3,4	63 890	45 873	39,9	1,4	340 010	-1,6	-0,4	1 187
<b>May</b>	1 312 356	1 835	-2,0	906 048	-4,4	-3,1	64 385	46 658	43,1	1,5	341 922	-1,2	-0,3	1 351
<b>Jun</b>	1 315 090	1 991	-1,2	907 970	-2,8	-2,0	63 812	46 358	43,8	1,5	343 308	-2,7	-0,7	1 856
<b>Jul</b>	1 317 438	3 107	-1,0	907 752	-2,4	-1,7	62 937	45 523	26,4	1,0	346 749	-1,0	-0,3	1 783
<b>Ago</b>	1 312 058	-5 532	-0,7	900 944	-2,1	-1,5	62 856	45 826	27,2	1,0	348 258	-0,9	-0,2	1 697
<b>Sep</b>	1 316 254	10 890	0,2	904 894	-1,4	-1,0	63 472	45 941	28,8	1,1	347 888	0,3	0,1	1 493
<b>Oct</b>	1 316 095	926	0,3	904 269	-1,3	-0,9	64 478	46 973	27,1	1,0	347 348	0,6	0,2	1 593
<b>Nov</b>	1 320 891	2 266	0,6	903 778	-0,8	-0,6	65 177	47 763	18,4	0,8	351 936	1,4	0,4	1 597
<b>Dic</b>	1 313 450	-3 020	0,9	897 475	-1,0	-0,7	64 436	47 129	14,7	0,6	351 539	3,9	1,0	1 581
<b>11 Ene</b>	1 309 505	-3 992	1,0	892 670	-0,8	-0,6	64 171	46 909	11,5	0,5	352 664	4,1	1,0	1 447
<b>Feb</b>	1 305 651	-2 956	0,8	884 149	-1,5	-1,1	66 333	49 140	14,7	0,7	355 170	4,9	1,3	1 342
<b>Mar</b>	1 299 886	-4 279	0,3	881 905	-1,6	-1,1	66 164	48 790	10,0	0,5	351 817	3,8	1,0	1 317
<b>Abr</b>	P 1 297 111	-1 198	0,0	878 216	-1,7	-1,2	66 681	49 004	4,4	0,2	352 215	3,8	1,0	1 461
<b>May</b>	P 1 293 057	-2 778	-0,3	873 299	-2,3	-1,6	67 947	49 933	5,5	0,3	351 812	3,7	1,0	1 445

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.

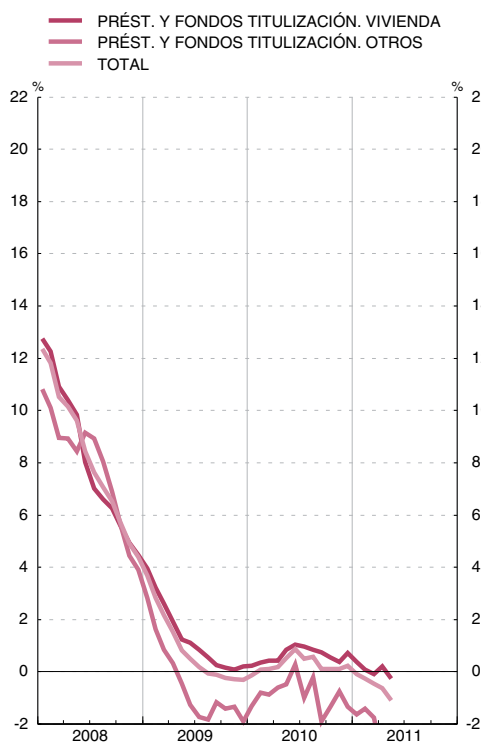
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

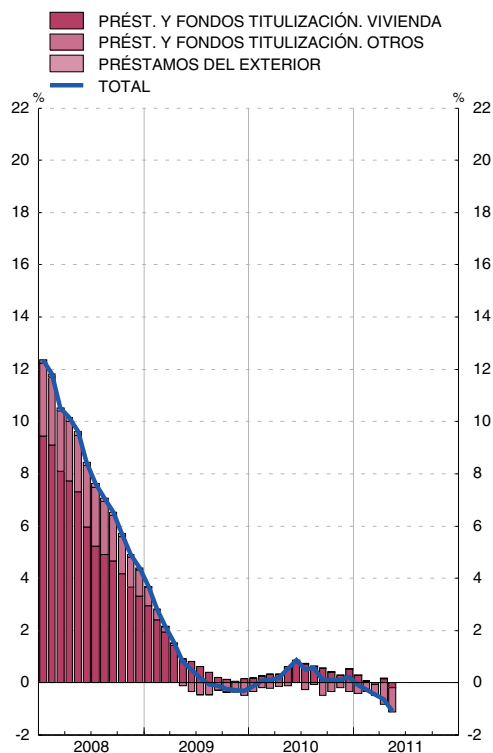
Millones de euros y porcentajes

	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>08</b>	911 283	38 443	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	3 122	36,9	0,1	23 304	4 436
<b>09</b>	903 755	-2 865	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	3 379	3,9	0,0	23 986	2 986
<b>10</b>	898 564	2 124	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	3 320	5,4	0,0	17 161	1 637
<b>10 Feb</b>	901 109	-792	0,1	678 908	0,4	0,3	219 020	-0,8	-0,2	3 180	4,3	0,0	23 564	2 784
<b>Mar</b>	899 525	-1 088	0,1	678 919	0,4	0,3	217 407	-0,9	-0,2	3 199	2,8	0,0	23 445	2 705
<b>Abr</b>	900 710	1 508	0,2	678 955	0,4	0,3	218 546	-0,6	-0,1	3 209	2,5	0,0	23 175	2 603
<b>May</b>	902 472	2 023	0,5	680 525	0,8	0,6	218 728	-0,5	-0,1	3 219	2,4	0,0	22 777	2 488
<b>Jun</b>	910 929	9 744	0,9	680 328	1,0	0,8	227 379	0,3	0,1	3 222	3,3	0,0	19 891	2 407
<b>Jul</b>	904 746	-5 871	0,5	680 760	1,0	0,7	220 755	-1,0	-0,2	3 231	3,1	0,0	19 834	2 311
<b>Ago</b>	902 979	-1 450	0,6	679 165	0,8	0,6	220 542	-0,2	-0,1	3 272	3,9	0,0	19 271	2 156
<b>Sep</b>	898 173	-3 847	0,1	678 448	0,7	0,6	216 448	-1,9	-0,5	3 277	3,1	0,0	19 216	2 070
<b>Oct</b>	898 412	875	0,1	677 838	0,5	0,4	217 288	-1,3	-0,3	3 286	4,5	0,0	18 914	2 009
<b>Nov</b>	903 664	5 720	0,1	677 590	0,4	0,3	222 772	-0,8	-0,2	3 302	5,1	0,0	17 285	1 773
<b>Dic</b>	898 564	-3 635	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	3 320	5,4	0,0	17 161	1 637
<b>11 Ene</b>	894 526	-4 079	-0,1	677 703	0,4	0,3	213 493	-1,6	-0,4	3 330	5,1	0,0	16 634	1 517
<b>Feb</b>	891 907	-2 282	-0,3	675 957	0,1	0,1	212 617	-1,4	-0,3	3 333	4,7	0,0	16 738	1 543
<b>Mar</b>	888 316	-2 886	-0,5	674 687	-0,1	-0,1	210 271	-1,8	-0,4	3 358	5,8	0,0	16 553	1 383
<b>Abr</b>	887 881	-17	-0,6	676 701	0,2	0,2	207 825	-3,4	-0,8	3 355	5,7	0,0	16 368	1 313
<b>May</b>	885 894	-1 646	-1,0	674 951	-0,2	-0,2	207 570	-3,6	-0,9	3 373	5,9	0,0	16 354	950

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.



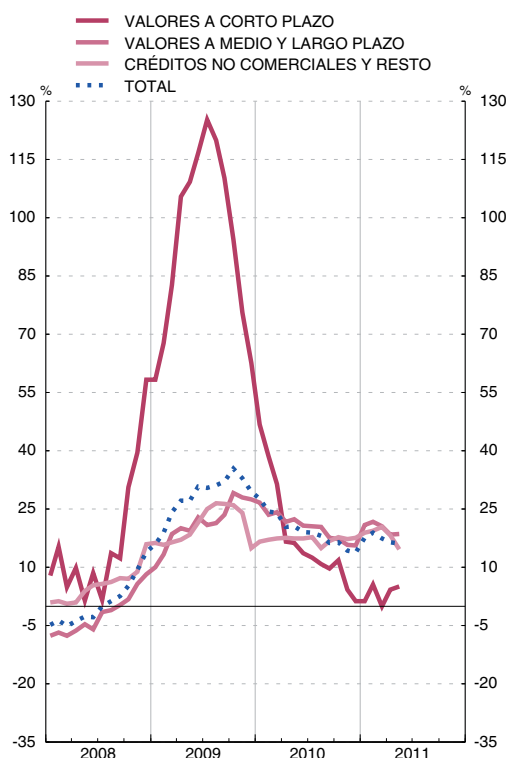
## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

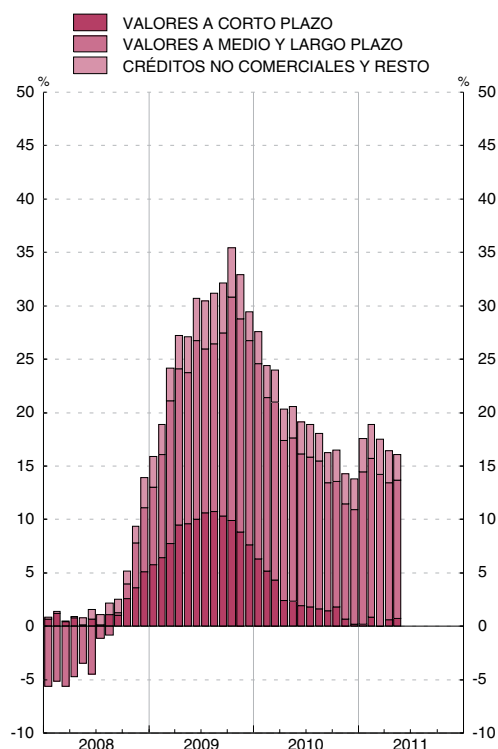
Millones de euros y porcentajes

	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>07</b>	380 661	-8 847	-2,3	33 397	823	2,5	0,2	279 872	-9 001	-3,1	-2,3	67 392	-668	-1,0	-0,2
<b>08</b>	433 611	52 950	13,9	52 876	19 479	58,3	5,1	302 656	22 784	8,1	6,0	78 079	10 687	15,9	2,8
<b>09</b>	P 561 319	127 708	29,5	86 003	33 127	62,7	7,6	385 561	82 905	27,4	19,1	89 755	11 676	15,0	2,7
<b>10</b>	P 638 599	77 280	13,8	87 119	1 116	1,3	0,2	445 903	60 342	15,7	10,8	105 577	15 822	17,6	2,8
<b>09 Dic</b>	P 561 319	6 955	29,5	86 003	480	62,7	7,6	385 561	5 635	27,4	19,1	89 755	840	15,0	2,7
<b>10 Ene</b>	P 554 525	-6 794	27,6	85 772	-231	46,8	6,3	377 622	-7 939	26,7	18,3	91 132	1 377	16,5	3,0
<b>Feb</b>	P 561 872	7 347	24,4	83 533	-2 238	38,6	5,1	385 474	7 852	23,5	16,3	92 865	1 733	17,1	3,0
<b>Mar</b>	P 578 563	16 691	24,0	84 644	1 111	31,4	4,3	399 788	14 314	24,1	16,7	94 131	1 266	17,4	3,0
<b>Abr</b>	P 578 802	240	20,3	81 354	-3 290	16,6	2,4	402 739	2 951	21,8	15,0	94 710	579	17,6	3,0
<b>May</b>	P 587 652	8 849	20,6	81 750	397	16,2	2,3	409 167	6 427	22,3	15,3	96 735	2 025	17,3	2,9
<b>Jun</b>	P 600 524	12 872	19,1	81 616	-135	13,7	1,9	417 901	8 734	20,7	14,2	101 008	4 273	17,5	3,0
<b>Jul</b>	P 600 835	311	18,9	83 409	1 793	12,5	1,8	414 997	-2 904	20,6	14,0	102 429	1 421	17,8	3,1
<b>Ago</b>	P 600 712	-123	18,0	84 768	1 359	10,8	1,6	415 245	248	20,4	13,8	100 699	-1 730	15,0	2,6
<b>Sep</b>	P 611 894	11 183	16,3	86 110	1 342	9,7	1,5	422 179	6 934	17,5	12,0	103 606	2 907	16,8	2,8
<b>Oct</b>	P 627 210	15 315	16,5	90 961	4 852	11,8	1,8	431 167	8 988	17,2	11,8	105 082	1 476	17,7	2,9
<b>Nov</b>	P 633 354	6 144	14,2	89 112	-1 849	4,2	0,6	439 959	8 792	15,8	10,8	104 282	-799	17,3	2,8
<b>Dic</b>	P 638 599	5 246	13,8	87 119	-1 993	1,3	0,2	445 903	5 944	15,7	10,8	105 577	1 295	17,6	2,8
<b>11 Ene</b>	A 651 907	13 308	17,6	86 885	-234	1,3	0,2	456 643	10 740	20,9	14,3	108 379	2 802	18,9	3,1
<b>Feb</b>	A 668 153	16 246	18,9	88 198	1 312	5,6	0,8	469 031	12 388	21,7	14,9	110 924	2 546	19,4	3,2
<b>Mar</b>	A 679 779	11 626	17,5	84 649	-3 549	0,0	0,0	481 867	12 836	20,5	14,2	113 263	2 339	20,3	3,3
<b>Abr</b>	A 673 880	-5 898	16,4	84 859	210	4,3	0,6	477 067	-4 800	18,5	12,8	111 955	-1 308	18,2	3,0
<b>May</b>	A 682 029	8 149	16,1	85 889	1 030	5,1	0,7	485 326	8 259	18,6	13,0	110 815	-1 140	14,6	2,4

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.

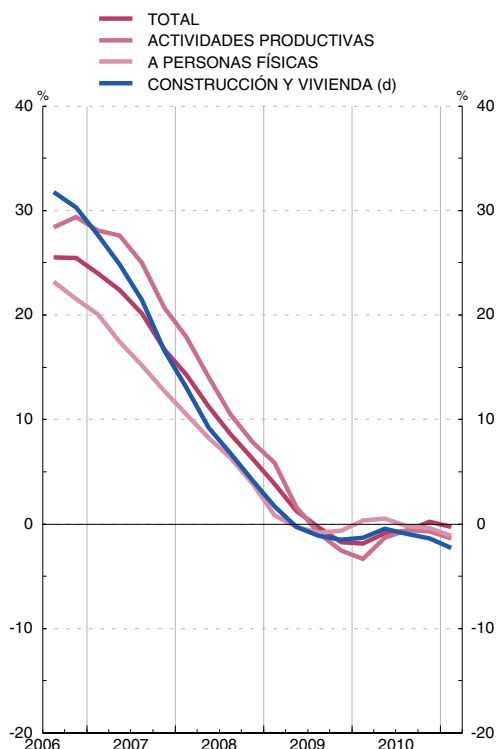
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

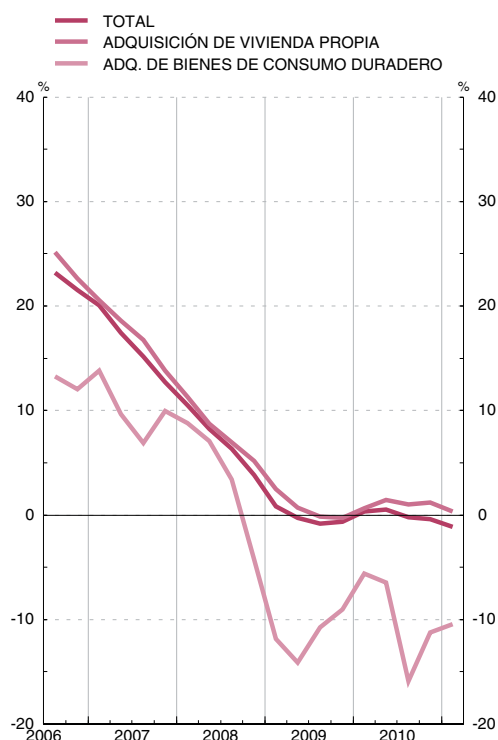
Millones de euros y porcentajes

	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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
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		
10	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099		
06 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 I	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		
II	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 I	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		
II	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 I	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		
II	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 I	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		
II	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436		
III	1 837 278	991 374	23 456	152 031	121 514	694 374	320 090	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 444	1 100 836		
IV	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099		
11 I	1 824 256	971 962	22 618	145 796	109 582	693 966	312 152	804 029	658 133	628 138	41 073	104 823	5 710	42 554	1 079 867		

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.

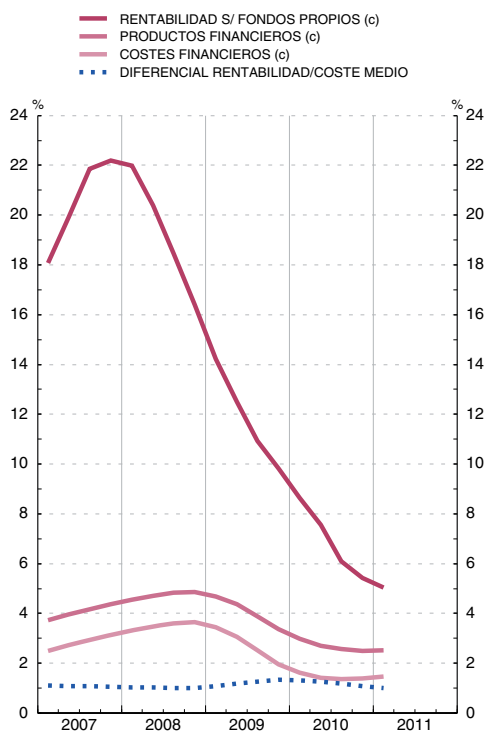
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPOSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

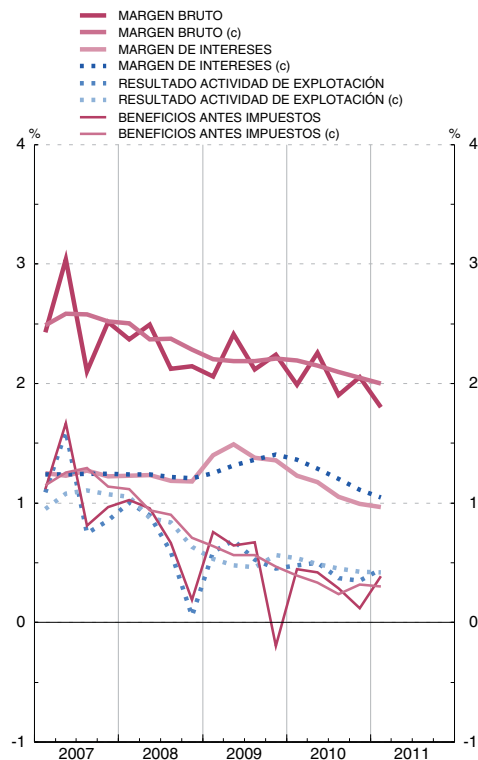
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14	15
							Gastos de explotación	Del cual De personal								
Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros pto. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual De personal	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)		
<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>10</b>	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1	
<b>08 //</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>08 ///</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>08 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>09 //</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>09 ///</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>09 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>10 //</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>10 ///</b>	2,5	1,4	1,1	0,9	1,9	0,9	0,6	0,6	0,4	0,2	0,3	4,0	2,7	1,6	1,2	
<b>10 IV</b>	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1	
<b>11 /</b>	2,6	1,6	1,0	0,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4	0,1	0,4	5,1	2,7	1,7	1,0	

**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.

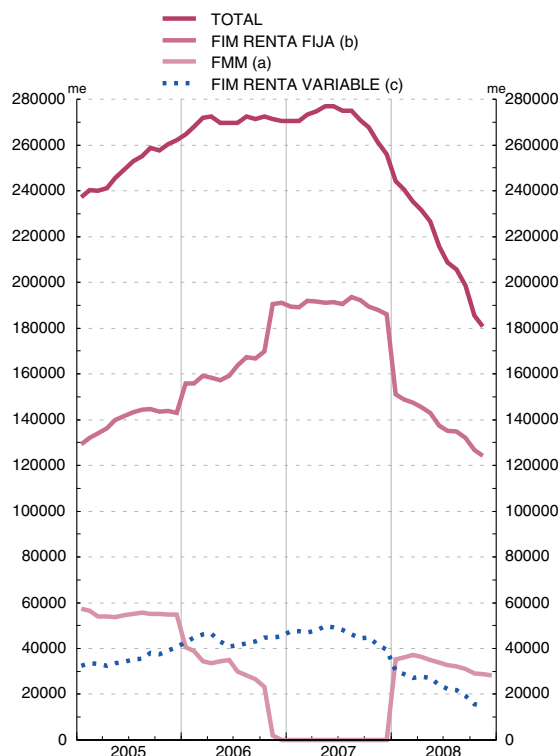
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

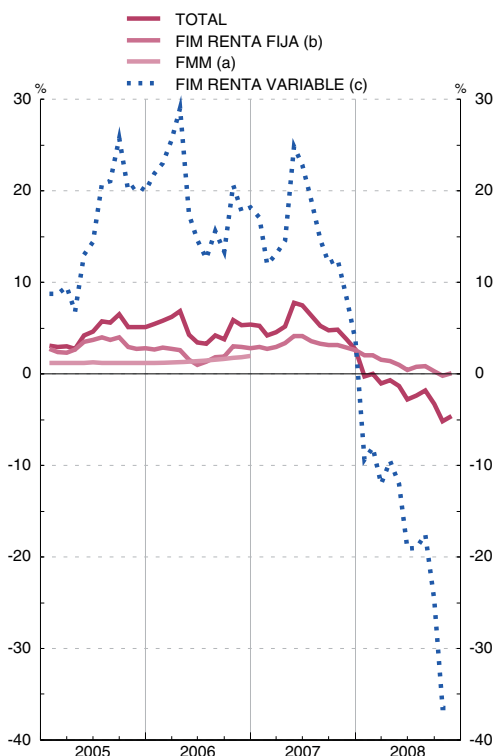
Millones de euros y porcentajes

	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.

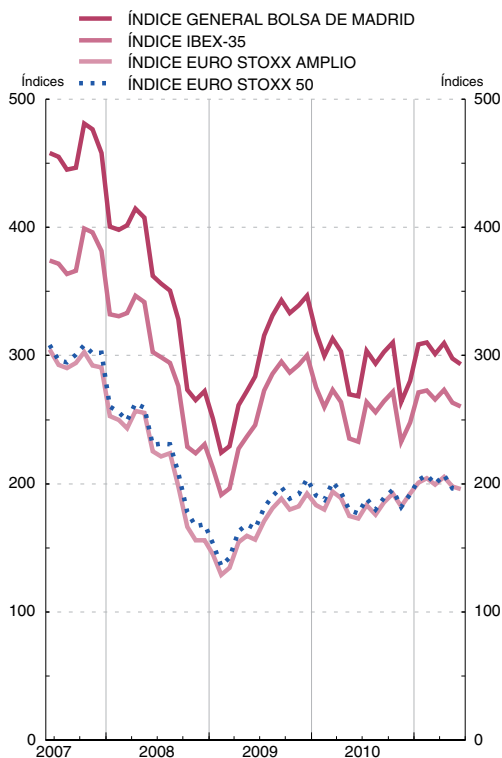
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

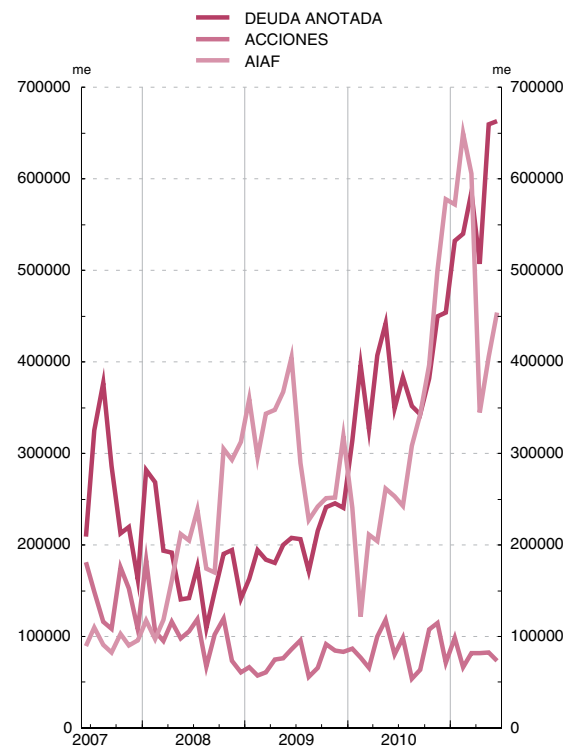
Índices, millones de euros y miles de contratos

	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>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>	1 053,39	10 203,05	262,36	2 737,05	1 038 259	67 454	4 597 749	3 660 872	-	37 904	-	6 639
<b>11</b>	A 1 086,52	10 655,25	286,22	2 931,93	485 306	31 904	3 486 428	3 032 088	-	14 631	-	3 018
<b>10 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>	1 003,73	9 859,10	274,45	2 792,82	71 638	4 765	453 940	577 528	...	4 412	...	481
<b>11 Ene</b>	1 105,31	10 806,00	286,41	2 953,63	98 865	4 101	532 103	572 367	...	2 992	...	581
<b>Feb</b>	1 111,25	10 850,80	291,83	3 013,09	66 520	3 982	539 541	649 957	...	2 243	...	511
<b>Mar</b>	1 079,01	10 576,50	284,36	2 910,91	81 839	5 217	585 212	605 845	...	3 182	...	573
<b>Abr</b>	1 109,35	10 878,90	293,20	3 011,25	81 814	6 855	506 668	344 493	...	1 369	...	412
<b>May</b>	1 066,37	10 476,00	282,60	2 861,92	82 857	7 455	659 698	405 338	...	2 267	...	446
<b>Jun</b>	P 1 049,76	10 359,90	279,46	2 848,53	73 411	4 294	663 206	454 088	...	2 579	...	495

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)

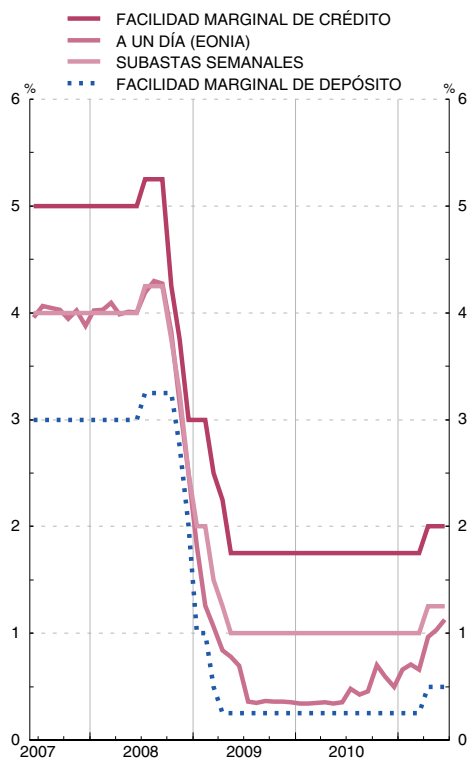
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

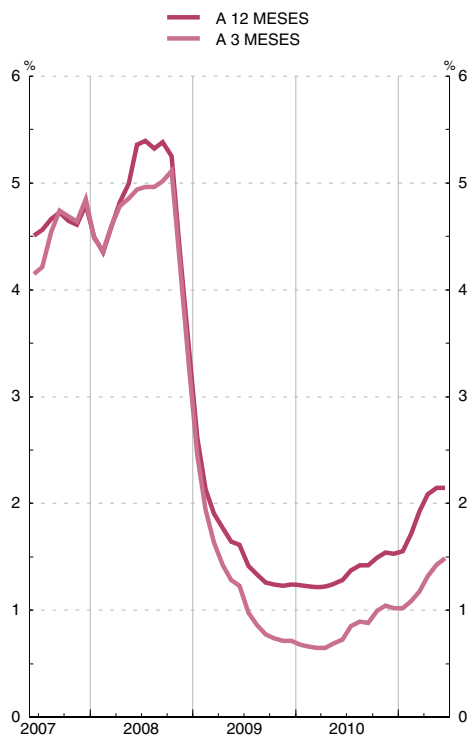
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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>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>11</b>	1,25	1,25	2,00	0,50	0,858	1,04	1,25	1,53	1,93	0,87	1,21	1,25	1,53	2,01	0,81	1,04	1,21	1,77
<b>10</b>																		
Mar	1,00	-	1,75	0,25	0,348	0,41	0,64	0,95	1,22	0,32	0,40	0,61	0,87	1,17	0,26	0,29	0,36	-
Abr	1,00	1,00	1,75	0,25	0,353	0,40	0,64	0,96	1,23	0,32	0,42	0,64	0,84	1,21	0,26	0,27	0,33	0,79
May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,344	0,42	0,69	0,98	1,25	0,38	0,46	0,69	0,97	-	0,30	0,38	0,50	-
Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,354	0,45	0,73	1,01	1,28	0,55	0,80	1,07	1,00	1,27	0,42	0,72	0,97	-
Jul	1,00	1,00	1,75	0,25	0,481	0,58	0,85	1,10	1,37	0,48	0,77	1,12	1,10	1,39	0,41	0,78	0,99	-
Ago	1,00	1,00	1,75	0,25	0,426	0,64	0,90	1,15	1,42	0,38	0,85	1,00	1,16	1,43	0,33	0,65	0,87	1,50
Sep	1,00	1,00	1,75	0,25	0,454	0,62	0,88	1,14	1,42	0,44	0,87	0,93	1,14	1,41	0,37	0,55	0,82	-
Oct	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	-
Nov	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	-
Dic	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	-
<b>11</b>																		
Ene	1,00	1,00	1,75	0,25	0,659	0,79	1,02	1,25	1,55	0,64	0,99	1,03	1,28	-	0,58	0,95	1,16	-
Feb	1,00	1,00	1,75	0,25	0,707	0,89	1,09	1,35	1,71	0,70	1,11	1,08	1,34	1,68	0,65	0,90	1,07	-
Mar	1,00	1,00	1,75	0,25	0,659	0,90	1,18	1,48	1,92	0,66	1,12	1,17	1,47	-	0,59	0,86	1,10	-
Abr	1,25	1,25	2,00	0,50	0,966	1,13	1,32	1,62	2,09	0,98	1,25	1,31	1,64	2,08	0,94	1,15	1,23	-
May	1,25	1,25	2,00	0,50	1,033	1,24	1,43	1,71	2,15	1,03	1,43	1,43	1,72	2,23	0,99	1,16	1,25	-
Jun	1,25	1,25	2,00	0,50	1,124	1,28	1,49	1,75	2,14	1,20	1,39	1,49	1,72	-	1,12	1,25	1,44	1,77

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.

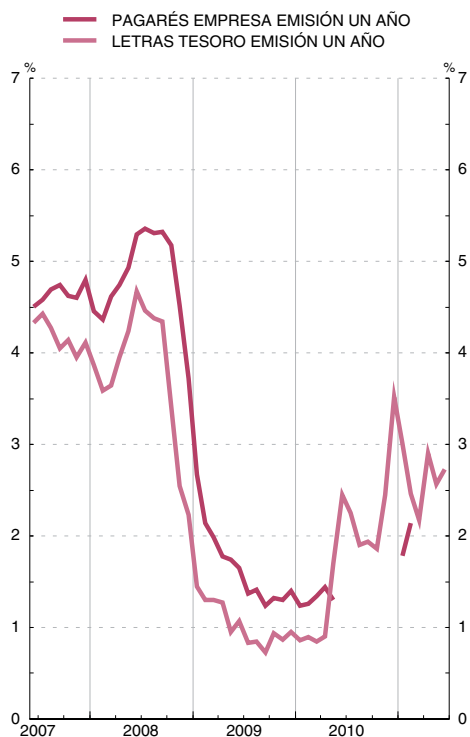
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ 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>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>11</b>	2,64	2,48	1,95	2,80	3,65	4,38	5,33	5,92	5,96	3,74	5,34	5,15	
<b>10</b>													
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	
<b>11</b>													
Ene	3,01	2,77	1,78	2,99	-	4,59	-	-	-	3,75	5,38	5,35	
Feb	2,46	2,22	2,14	2,86	3,30	4,08	5,22	-	5,98	3,49	5,26	4,87	
Mar	2,18	2,14	-	2,88	3,61	4,41	5,18	6,01	5,89	3,41	5,25	4,81	
Abr	2,90	2,55	-	3,07	3,60	-	5,48	5,70	-	3,73	5,33	5,45	
May	2,57	2,51	-	2,19	-	4,56	5,41	-	6,01	3,97	5,32	5,43	
Jun	2,73	2,69	-	2,80	4,05	4,25	5,37	6,04	-	4,07	5,48	5,03	

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

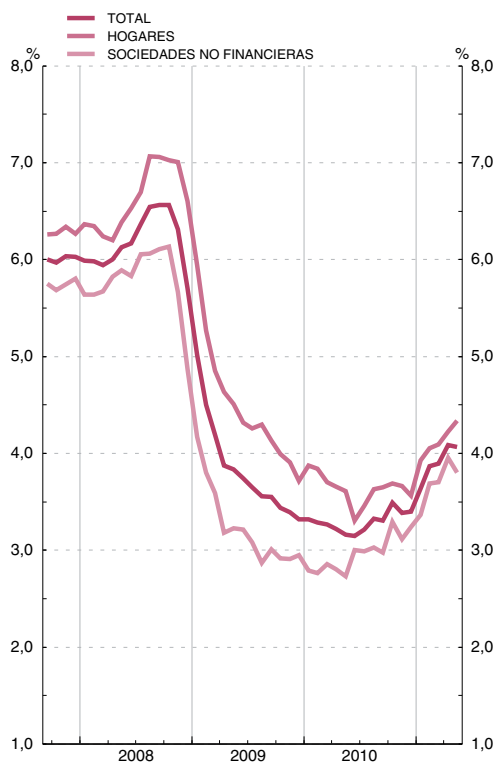
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)**

■ 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					
		1	2	3	4	5	6		7	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>09</b>	3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41		
<b>10</b>	3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79		
<b>11</b>	A	4,07	4,34	3,46	7,13	3,80	5,08	3,12	1,71	1,79	0,31	2,83	1,16	1,45	0,65	2,32	1,01	
<b>09</b>	<i>Oct</i>	3,44	3,99	2,78	7,59	2,91	4,50	2,21	1,26	1,39	0,35	2,19	0,34	0,86	0,54	1,30	0,28	
	<i>Nov</i>	3,39	3,91	2,70	7,40	2,91	4,39	2,26	1,31	1,42	0,40	2,22	0,33	0,94	0,58	1,42	0,35	
	<i>Dic</i>	3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41	
<b>10</b>	<i>Ene</i>	3,32	3,87	2,60	7,68	2,79	4,36	2,08	1,24	1,35	0,31	2,18	0,29	0,87	0,53	1,34	0,27	
	<i>Feb</i>	3,29	3,84	2,67	7,37	2,76	4,29	2,06	1,18	1,27	0,31	2,04	0,30	0,88	0,54	1,33	0,31	
	<i>Mar</i>	3,27	3,70	2,60	7,04	2,86	4,21	2,27	1,30	1,37	0,31	2,19	0,33	1,05	0,57	1,68	0,25	
	<i>Abr</i>	3,22	3,66	2,55	7,00	2,80	4,22	2,11	1,36	1,45	0,29	2,34	0,32	1,08	0,59	1,70	0,34	
	<i>May</i>	3,16	3,61	2,50	6,98	2,73	4,33	2,07	1,30	1,37	0,27	2,21	0,39	1,08	0,57	1,74	0,40	
	<i>Jun</i>	3,15	3,31	2,39	5,99	3,00	4,08	2,51	1,37	1,48	0,28	2,43	0,57	1,04	0,53	1,71	0,48	
	<i>Jul</i>	3,22	3,45	2,53	6,25	2,99	4,19	2,48	1,51	1,58	0,29	2,57	0,62	1,28	0,58	2,12	0,54	
	<i>Ago</i>	3,32	3,63	2,60	6,73	3,03	4,23	2,46	1,46	1,55	0,30	2,50	0,43	1,18	0,55	1,97	0,43	
	<i>Sep</i>	3,31	3,65	2,66	6,69	2,98	4,22	2,35	1,61	1,70	0,30	2,73	0,42	1,33	0,54	2,27	0,45	
	<i>Oct</i>	3,49	3,69	2,70	6,70	3,29	4,37	2,66	1,63	1,71	0,29	2,75	0,68	1,34	0,56	2,19	0,69	
	<i>Nov</i>	3,38	3,66	2,72	6,47	3,11	4,41	2,47	1,65	1,76	0,29	2,82	0,65	1,31	0,58	2,14	0,62	
	<i>Dic</i>	3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79	
<b>11</b>	<i>Ene</i>	3,64	3,92	2,92	7,04	3,36	4,58	2,79	1,59	1,67	0,29	2,66	1,18	1,33	0,58	2,14	0,77	
	<i>Feb</i>	3,87	4,05	3,07	7,09	3,69	4,81	3,10	1,57	1,65	0,29	2,61	1,29	1,30	0,57	2,10	0,71	
	<i>Mar</i>	3,89	4,09	3,15	7,04	3,70	4,90	3,06	1,60	1,69	0,30	2,68	0,81	1,32	0,59	2,12	0,74	
	<i>Abr</i>	4,09	4,23	3,31	7,13	3,95	5,01	3,37	1,64	1,72	0,30	2,73	1,24	1,38	0,63	2,23	1,03	
	<i>May</i>	P	4,07	4,34	3,46	7,13	3,80	5,08	3,12	1,71	1,79	0,31	2,83	1,16	1,45	0,65	2,32	1,01

**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>08</b>	107,9	110,6	113,7	103,3	101,1	106,7	109,4	112,5	102,2	107,2	110,2	114,5	122,9	104,6
<b>09</b>	108,5	111,7	112,2	102,4	103,0	105,4	108,5	109,0	99,4	107,3	109,7	111,0	114,9	103,3
<b>10</b>	107,8	111,2	110,0	101,9	102,2	105,5	108,8	107,7	99,8	107,1	110,3	109,7	116,7	103,5
<b>09 II</b>	108,3	111,7	112,2	101,7	102,9	105,3	108,5	109,0	98,8	107,3	109,7	110,9	114,5	102,6
<b>III</b>	108,3	111,1	111,8	102,9	102,6	105,5	108,3	109,0	100,3	107,5	109,6	111,0	116,2	103,9
<b>IV</b>	108,4	112,2	112,5	102,5	102,9	105,3	109,0	109,3	99,6	107,3	110,4	111,3	116,7	103,6
<b>10 I</b>	108,5	110,8	110,7	101,6	102,6	105,8	108,0	107,9	99,1	107,4	109,5	110,0	114,0	103,1
<b>II</b>	108,0	111,6	110,9	101,9	102,2	105,7	109,2	108,6	99,8	107,4	110,7	110,5	116,1	103,6
<b>III</b>	107,3	110,6	109,4	102,0	101,9	105,3	108,6	107,4	100,2	106,9	110,1	109,4	117,2	103,7
<b>IV</b>	107,5	111,8	109,0	102,2	102,1	105,2	109,5	106,8	100,1	106,9	111,1	108,8	119,2	103,7
<b>11 I</b>	107,7	110,8	108,8	101,7	101,9	105,7	108,7	106,7	99,8	107,4	110,4	108,8	114,3	103,4
<b>10 Sep</b>	107,3	111,2	109,4	101,7	101,9	105,3	109,1	107,4	99,8	106,9	110,7	109,4	117,2	103,3
<b>Oct</b>	107,5	111,9	...	103,1	102,3	105,1	109,4	...	100,8	106,7	110,9	...	...	104,4
<b>Nov</b>	107,3	111,9	...	102,2	102,1	105,2	109,6	...	100,1	106,8	111,2	...	...	103,8
<b>Dic</b>	107,5	111,7	109,0	101,3	102,0	105,4	109,5	106,8	99,3	107,1	111,1	108,8	119,2	103,0
<b>11 Ene</b>	107,6	110,5	...	102,0	101,8	105,6	108,5	...	100,2	107,3	110,3	...	...	103,9
<b>Feb</b>	107,7	109,9	...	101,5	101,8	105,8	108,0	...	99,7	107,4	109,7	...	...	103,1
<b>Mar</b>	108,0	111,7	108,8	101,7	102,1	105,8	109,5	106,7	99,6	107,5	111,1	108,8	114,3	103,1
<b>Abr</b>	108,1	112,3	...	...	102,2	105,8	109,9	...	...	107,5	111,6	...	...	...
<b>May</b>	107,7	112,1	...	...	102,2	105,4	109,7	...	...	107,2	111,4	...	...	...
<b>Jun</b>	...	112,1	...	...	102,3	...	109,5	...	...	...	111,2	...	...	...

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.

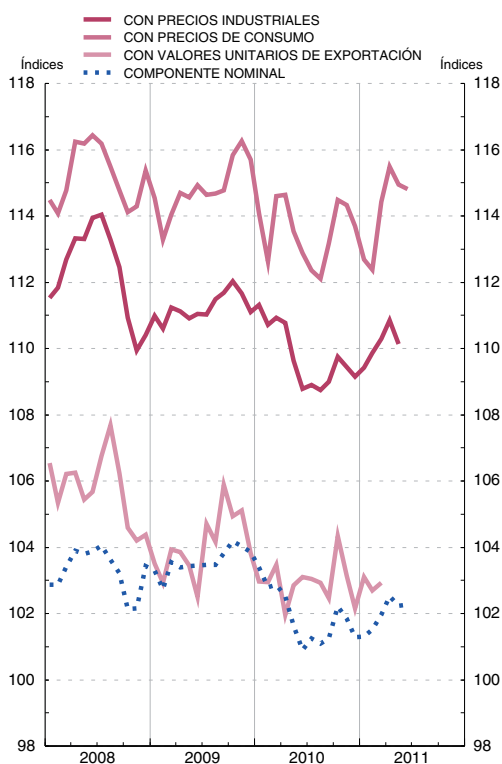
## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

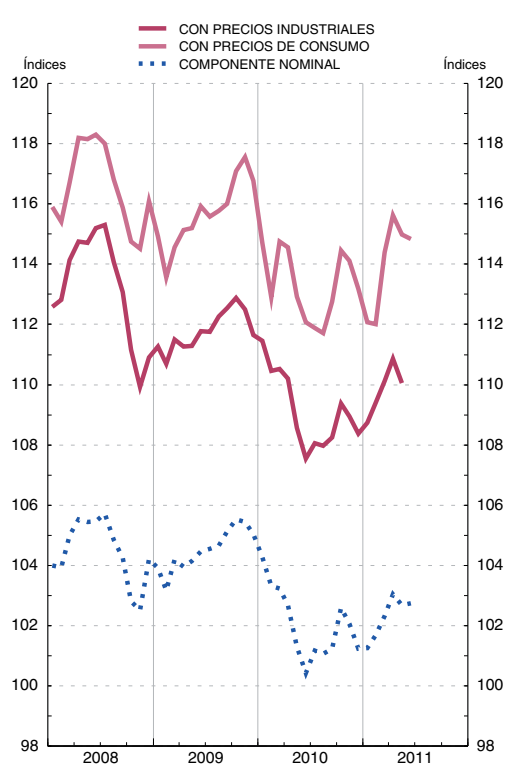
Base 1999 I = 100

	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	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>08</b>	112,3	115,2	130,2	105,8	103,3	108,7	111,6	126,1	102,4	113,2	116,6	104,5	108,4	111,6
<b>09</b>	111,2	114,8	122,9	104,1	103,6	107,4	110,9	118,6	100,5	111,8	115,7	104,5	107,0	110,7
<b>10</b>	109,8	113,5	121,9	103,0	101,9	107,7	111,4	119,6	101,0	109,1	113,3	102,0	107,0	111,1
<b>09 II</b>	111,0	114,7	123,2	103,3	103,4	107,4	110,9	119,1	99,9	111,4	115,4	104,2	107,0	110,8
<b>III</b>	111,4	114,7	124,0	104,9	103,6	107,5	110,7	119,7	101,3	112,2	115,8	104,8	107,1	110,5
<b>IV</b>	111,6	115,9	124,7	104,6	104,0	107,3	111,5	119,9	100,6	112,3	117,1	105,3	106,7	111,2
<b>10 I</b>	111,0	113,8	120,4	103,1	103,0	107,7	110,5	116,9	100,1	110,8	114,2	103,6	107,0	110,2
<b>II</b>	109,7	113,7	121,2	102,6	101,7	107,9	111,8	119,2	100,9	108,8	113,2	101,5	107,2	111,5
<b>III</b>	108,9	112,5	121,8	102,8	101,2	107,6	111,2	120,4	101,6	108,1	112,1	101,1	106,9	110,8
<b>IV</b>	109,4	114,2	124,2	103,2	101,8	107,5	112,2	122,0	101,4	108,9	113,9	102,0	106,8	111,7
<b>11 I</b>	109,9	113,2	118,8	102,9	101,6	108,1	111,4	116,9	101,3	109,4	112,9	101,8	107,5	110,9
<b>10 Sep</b>	109,0	113,2	121,8	102,5	101,2	107,7	111,8	120,4	101,2	108,2	112,7	101,2	106,9	111,4
<b>Oct</b>	109,7	114,5	...	104,3	102,2	107,4	112,0	...	102,1	109,4	114,5	102,6	106,6	111,6
<b>Nov</b>	109,4	114,3	...	103,1	101,8	107,5	112,3	...	101,3	108,9	114,1	102,1	106,7	111,8
<b>Dic</b>	109,2	113,7	124,2	102,1	101,3	107,8	112,2	122,0	100,8	108,4	113,2	101,2	107,1	111,8
<b>11 Ene</b>	109,4	112,7	...	103,1	101,3	108,0	111,2	...	101,8	108,7	112,1	101,3	107,4	110,7
<b>Feb</b>	109,9	112,4	...	102,7	101,5	108,2	110,7	...	101,1	109,4	112,0	101,7	107,6	110,2
<b>Mar</b>	110,3	114,4	118,8	102,9	102,0	108,2	112,2	116,9	101,0	110,1	114,4	102,3	107,6	111,8
<b>Abr</b>	110,9	115,5	...	...	102,5	108,1	112,6	...	...	110,9	115,6	103,0	107,6	112,2
<b>May</b>	110,1	115,0	...	...	102,2	107,7	112,4	...	...	110,0	115,0	102,7	107,2	112,0
<b>Jun</b>	...	114,8	...	...	102,3	...	112,3	...	...	...	114,8	102,7	...	111,8

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

JUL-AGO 2011	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2011 79</p> <p>Un análisis del destino geográfico de las exportaciones españolas de bienes a través de una ecuación de gravedad 95</p> <p>Los rendimientos salariales y la evolución reciente del nivel educativo 107</p> <p>Reformas de los sistemas de pensiones en algunos países de la UEM 117</p> <p>La financiación exterior y el endeudamiento de los nuevos Estados miembros de la UE 135</p> <p>Las sociedades de tasación. Actividad y resultados en 2010 155</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2011 173</p>
JUN 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2011 29</p> <p>El contenido informativo de las encuestas de opinión para el seguimiento de la inversión empresarial 47</p> <p>Evolución reciente y proyecciones de la población en España 59</p> <p>El empleo en la UEM en 2010 69</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2010 81</p>
MAY 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2011, según la EPA 29</p> <p>Efecto de la rentabilidad de la vivienda como inversión sobre las decisiones de compra: evidencia empírica a partir de la EFF 39</p> <p>La evolución de la cuota de exportación de los productos españoles en la última década: el papel de la especialización comercial y de la competitividad 49</p> <p>La evolución financiera de los hogares y sociedades del área del euro en 2010 59</p> <p>Los desequilibrios globales y el reequilibrio de la economía mundial 73</p>
ABR 2011	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2011 75</p> <p>El comportamiento de la tasa de actividad durante la última fase recesiva 87</p> <p>Las primas de los CDS soberanos durante la crisis y su interpretación como medida de riesgo 99</p> <p>Determinantes y perspectivas de la tasa de ahorro en Estados Unidos 109</p> <p>Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2011 123</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2011 157</p>
MAR 2011	<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 2010 y avance de cierre del ejercicio 45</p> <p>La acumulación de existencias en el área del euro durante la Gran Recesión 61</p> <p>La evolución y la estructura de los recursos propios de las entidades de depósito españolas entre 1999 y 2009 73</p>
FEB 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en 2010, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>El ajuste de los salarios frente a las perturbaciones en España 43</p> <p>El ajuste de las plantillas de las empresas españolas: el papel de los despidos por causas objetivas 57</p> <p>El crédito comercial en España: importancia relativa y evolución reciente 67</p> <p>El comportamiento de los flujos brutos de capital internacional y su respuesta en los períodos de crisis 79</p>
ENE 2011	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La evolución reciente de la inflación española y perspectivas a corto plazo 79</p> <p>El ajuste del consumo duradero y no duradero en España durante la crisis económica 89</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2011 103</p> <p>La reforma de la gobernanza económica en la UEM 117</p> <p>Metas de inflación, intervenciones y volatilidad del tipo de cambio en economías emergentes 135</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010 151</p>
DIC 2010	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: métodos, resultados y cambios desde 2005 29</p> <p>La situación actual del ajuste de la inversión residencial en España 65</p> <p>La renta disponible de los hogares de la UEM 81</p>

	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
NOV 2010	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en 2009 y hasta el tercer trimestre de 2010	31
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa	51
	Las características de las empresas españolas exportadoras de servicios no turísticos	61
	La incidencia del desempleo en los hogares	73
	La ampliación de los diferenciales soberanos en la zona del euro durante la crisis	81
	Una reflexión sobre la situación de las finanzas públicas en Japón	93
OCT 2010	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
	Informe trimestral de la economía española	21
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2010	89
	La evolución de los beneficios y la rentabilidad empresarial durante la crisis económica	103
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2010	115
	Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2010	127
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2010	159
SEP 2010	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2010	31
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa	47
	Un indicador de la dependencia exterior y diversificación energéticas: una aplicación para España	57
	El apoyo público al sector financiero en la zona del euro durante la crisis	69
	El posible papel de una utilización asimétrica de las facilidades permanentes en la gestión de la liquidez	83
	La cooperación técnica internacional y su desarrollo en el Banco de España	93
JUL-AGO 2010	Informe trimestral de la economía española	11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2010	81
	La innovación en España: el papel de la difusión tecnológica y la capacidad de absorción de las empresas	95
	El contenido informativo de las encuestas de opinión en períodos de crisis económica	109
	La evolución en España de los programas públicos de apoyo financiero al sector privado durante la crisis	125
	La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010	133
	Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2009	147
	Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2009	165
	Regulación financiera: segundo trimestre de 2010	177
JUN 2010	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11
	Evolución reciente de la economía española	21
	Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2010	39
	La evolución cíclica de la inversión residencial: algunos hechos estilizados	55
	Evolución reciente de la financiación a sociedades no financieras en España	65
	Los efectos de la estabilidad laboral sobre el ahorro y la riqueza de los hogares españoles	79
	El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis	87
	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2009	105
MAY 2010	Evolución reciente de la economía española	11
	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa	29
	Comportamiento cíclico de las entradas y salidas de inmigrantes	39
	El endeudamiento de las sociedades no financieras españolas. Evolución temporal y comparación con el área del euro	49
	El empleo de la UEM en 2009	65
	La crisis financiera global en América Latina y Europa del Este. Un análisis comparado	77

## 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)  
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.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup> 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).
- 77 JUAN S. MORA-SANGUINETTI: The effect of institutions on European housing markets: An economic analysis (2010).

### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 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).
- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).

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.

- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).
- 54 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. I: Banco de San Carlos (2009).
- 55 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540-1740) (2009).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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 KARAIVANOV, 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.
- 1039 FERNANDO BRONER, TATIANA DIDIER, AITOR ERCE Y SERGIO L. SCHMUKLER: Gross capital flows: dynamics and crises.
- 1101 GIACOMO MASIER Y ERNESTO VILLANUEVA: Consumption and initial mortgage conditions: evidence from survey data.
- 1102 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ENRIQUE MORAL-BENITO: Endogenous fiscal consolidations.
- 1103 CÉSAR CALDERÓN, ENRIQUE MORAL-BENITO AND LUIS SERVÉN: Is infrastructure capital productive? A dynamic heterogeneous approach.
- 1104 MICHAEL DANQUAH, ENRIQUE MORAL-BENITO Y BAZOUMANA OUATTARA: TFP growth and its determinants: nonparametrics and model averaging.
- 1105 JUAN CARLOS BERGANZA Y CARMEN BROTO: Flexible inflation targets, forex interventions and exchange rate volatility in emerging countries.
- 1106 FRANCISCO DE CASTRO, JAVIER J. PÉREZ Y MARTA RODRÍGUEZ VIVES: Fiscal data revisions in Europe.
- 1107 ÁNGEL GAVILÁN, PABLO HERNÁNDEZ DE COS, JUAN F. JIMENO Y JUAN A. ROJAS: Fiscal policy, structural reforms and external imbalances: a quantitative evaluation for Spain.
- 1108 EVA ORTEGA, MARGARITA RUBIO Y CARLOS THOMAS: House purchase versus rental in Spain.
- 1109 ENRIQUE MORAL-BENITO: Dynamic panels with predetermined regressors: likelihood-based estimation and Bayesian averaging with an application to cross-country growth.
- 1110 NIKOLAI STÄHLER Y CARLOS THOMAS: FiMod - a DSGE model for fiscal policy simulations.
- 1111 ÁLVARO CARTEA Y JOSÉ PENALVA: Where is the value in high frequency trading?
- 1112 FILIPA SÁ Y FRANCESCA VIANI: Shifts in portfolio preferences of international investors: an application to sovereign wealth funds.
- 1113 REBECA ANGUREN MARTÍN: Credit cycles: Evidence based on a non linear model for developed countries.
- 1114 LAURA HOSPIDO: Estimating non-linear models with multiple fixed effects: A computational note.
- 1115 ENRIQUE MORAL-BENITO Y CRISTIAN BARTOLUCCI: Income and democracy: Revisiting the evidence.
- 1116 AGUSTÍN MARAVALL HERRERO Y DOMINGO PÉREZ CAÑETE: Applying and interpreting model-based seasonal adjustment. The euro-area industrial production series.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.<sup>a</sup> VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
- 1002 SONSOLES GALLEGU, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTIN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.
- 1101 LUIS ORGAZ, LUIS MOLINA Y CARMEN CARRASCO: El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales. Los países BRIC.
- 1102 KLAUS SCHMIDT-HEBBEL: Los bancos centrales en América Latina: cambios, logros y desafíos. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1103 OLYMPIA BOVER: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2008 wave.



## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

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.

TERESA TORTELLA: El Banco de España desde dentro. Una historia a través de sus documentos. Edición en tapa dura: 30 €; edición en rústica: 24 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y PABLO MARTÍN ACEÑA (Eds.): Un siglo de historia del Sistema Financiero Español (2011) (\*).

## 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
---------------------------------------	--