

BOLETÍN ECONÓMICO

0\$/2012

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



ÍNDICE

Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso	3
Informe trimestral de la economía española	
1 Rasgos básicos	13
2 Entorno exterior del área del euro	20
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	27
4 La economía española	43
5 Evolución financiera	59
Encuesta del BCE sobre el acceso de las Pymes a la financiación. Análisis de resultados y evolución reciente	73
Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2012	81
El Club de París: una visión de largo plazo	109
Regulación financiera: primer trimestre de 2012	121
 Indicadores económicos	 1*
 Publicaciones del Banco de España	 63*
 Siglas, abreviaturas y signos utilizados	 64*

Señorías:

Comparezco hoy en esta Comisión como he hecho regularmente cada vez que los Presupuestos Generales del Estado se han discutido en sede parlamentaria. Esta imagen de normalidad contrasta poderosamente con la situación de excepcionalidad que caracteriza las circunstancias económicas en las que se enmarca la discusión de los Presupuestos para 2012.

La economía española está en estos momentos inmersa en un complicado y costoso proceso de ajuste, que comprende, entre otras cosas, un importante esfuerzo de consolidación fiscal. Y, además, debe llevar a cabo ese ajuste en un contexto externo fuertemente influido por una crisis de deuda soberana en el área del euro que, por razones no muy distintas de las que han hecho necesario ese ajuste, nos afecta de manera muy severa. En estas condiciones, los Presupuestos Generales del Estado de este año adquieren una trascendencia singular.

Permítanme que comience mi intervención recordando a Sus Señorías que la crisis de la deuda soberana en Europa, lejos de resolverse, adquirió una nueva dimensión el verano del pasado año, cuando las tensiones se extendieron a la deuda de algunos Estados miembros con fundamentos económicos más sólidos y políticas económicas más acordes con los patrones de comportamiento propios de una unión monetaria que los de aquellos países que resultaron afectados en primera instancia. La crisis pasó, de este modo, de circunscribirse a un grupo más o menos limitado de economías particularmente vulnerables a adquirir un carácter sistémico.

No es fácil identificar con precisión las razones últimas que explican este salto cualitativo. Ciertamente, en el origen de la crisis y en su desarrollo más inmediato desempeñaron un papel central los desequilibrios macroeconómicos de diferente naturaleza —fiscal, financiera, de competitividad...— acumulados por algunas economías. Al mismo tiempo, sin embargo, la propia acumulación de esos desequilibrios y las dificultades para articular una estrategia ampliamente consensuada para corregirlos de una manera ordenada dentro de la UEM pusieron de manifiesto la existencia de debilidades importantes en el marco europeo de gobernanza económica, incluyendo entre ellas la ausencia de un mecanismo potente y flexible de gestión de crisis y de provisión de soporte financiero a los Estados en dificultades. Estos mecanismos son esenciales para atajar las tensiones en una fase suficientemente temprana del proceso, que es cuando su tratamiento es menos difícil.

Esta naturaleza dual de los problemas, con una componente puramente nacional y otra genuinamente europea, así como la creciente interconexión entre las economías del conjunto del área del euro, creó el caldo de cultivo para que las tensiones adquirieran un carácter sistémico. Por otro lado, es sobradamente conocido que, para corregir las debilidades detectadas en el diseño inicial del proyecto del euro, los Gobiernos de los Estados miembros se han embarcado en un proceso de profunda revisión de los mecanismos que rigen la gobernanza europea. Este proceso ha dado ya sus primeros frutos, incluyendo las iniciativas legislativas adoptadas en lo que se conoce como «el paquete seis más dos», el Tratado que establece el Mecanismo Europeo de Estabilidad, que es el nuevo mecanismo permanente europeo de gestión de crisis, o el Tratado de Estabilidad, Coordinación y

Gobernanza en la UEM. Pero es notorio, igualmente, que este proceso ha avanzado de manera irregular, no ha disfrutado de un amplio grado de consenso y no ha sido siempre todo lo diligente y ambicioso que la gravedad de la situación requería.

Análogamente, desde el inicio de las tensiones se han producido avances, notables en ocasiones, en los procesos de ajuste de las economías nacionales más vulnerables, algunos de ellos al hilo de la estricta condicionalidad impuesta en el marco de los programas de apoyo financiero instrumentados. Pero también aquí los progresos han tendido, en general, a situarse por detrás de los acontecimientos en vez de anticiparse a ellos.

En estas condiciones, el Banco Central Europeo ha terminado erigiéndose en el pilar fundamental de una estrategia de resistencia ante la crisis que, en última instancia, está proporcionando a los Gobiernos de los Estados miembros más tiempo para que, en su doble capacidad de responsables últimos de las políticas económicas nacionales y de cogestores del proyecto europeo común, avancen de manera decidida en la solución de los problemas de fondo que subyacen a esta crisis.

Porque es importante recordar que el amplio abanico de medidas no convencionales desplegadas por el BCE desde el inicio de la crisis —de las que las operaciones de financiación a tres años constituyen uno de los ejemplos más recientes y exitosos— tiene, por su propia naturaleza, un recorrido que es limitado en el tiempo y, lo que es más importante aun, que estas actuaciones no inciden sobre los desequilibrios fundamentales que, en última instancia, explican y causan esta crisis.

Desafortunadamente, las tensiones que, una vez más, hemos vivido en estas últimas semanas son un poderoso recordatorio de que la crisis dista aún de estar superada y de que la situación de nuestra economía sigue siendo objeto de especial preocupación en Europa.

Todo ello, pese a que, desde el inicio de la crisis de la deuda soberana, y con mayor intensidad en estos últimos meses, nuestro país ha dado pasos importantes en el terreno de la política de reformas.

Una crítica frecuente entre los detractores de las operaciones especiales de financiación a tres años instrumentadas por el BCE es que una provisión tan extremadamente generosa de liquidez tenderá a enmascarar los problemas de fondo de los sistemas financieros más vulnerables, debilitando así el impulso reformador de los Gobiernos en este ámbito. No es esta, desde luego, la experiencia española. Basta repasar mínimamente la cronología de las medidas adoptadas en este terreno en España para comprobar que el proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema crediticio español no ha perdido impulso alguno. Antes al contrario, a lo largo de pasado ejercicio y en los primeros meses del presente ha tenido lugar una profundización del mismo para adaptarlo a una realidad cambiante, marcada por un creciente deterioro de las condiciones económicas y de financiación. Resueltos los problemas de gobernanza y de estructura de propiedad que lastraron el sistema en las primeras etapas de las tensiones, los esfuerzos se han concentrado recientemente en seguir fortaleciendo el capital y las provisiones de las entidades, manteniendo de este modo la presión para la necesaria reestructuración del sector.

En un ámbito diferente, se ha aprobado recientemente una reforma del mercado de trabajo que incide sobre aspectos nucleares de su funcionamiento. Por una parte, persigue la descentralización en la negociación colectiva y el aumento de la flexibilidad interna, aspectos ambos que, como ya he señalado en esta Cámara, son fundamentales para ade-

cuar las condiciones laborales a las circunstancias específicas de las empresas y, en último término, para facilitar una asignación más eficiente de los recursos productivos disponibles, en particular del factor trabajo, entre las distintas actividades y sectores. Por otra parte, mediante la racionalización de las condiciones de extinción de los contratos indefinidos, la reforma configura un entorno que será más favorable para la creación de empleo y para su estabilidad, una vez superada la difícil coyuntura actual. En conjunto, los cambios introducidos en el marco laboral deberían favorecer el ajuste de las condiciones laborales y de la productividad como vías para la recuperación de la competitividad.

No se puede descartar, no obstante, que algunos de los efectos de esta reforma no se vislumbren de forma inmediata y que, en el horizonte de debilidad de la actividad y de perspectivas inciertas en el que se desenvuelve la economía española, podría tener lugar algún ajuste adicional en el nivel de empleo. Este efecto se vería mitigado si las empresas utilizaran de manera rápida las distintas vías de flexibilidad interna que la nueva legislación laboral proporciona.

A su vez, los efectos positivos de esta reforma se verán amplificados si se acompañan de medidas que mejoren el entorno competitivo en el que las empresas toman sus decisiones y de liberalización en aspectos sectoriales que son clave para asegurar un comportamiento económico eficiente y flexible. Pasos ambiciosos en este terreno ayudarían a generar un círculo virtuoso que, mediante la creación de empleo y el crecimiento, permitiera avanzar más rápidamente en las difíciles tareas de desapalancamiento financiero del sector privado, normalización del sistema bancario y consolidación fiscal. Circunscribiéndome a esta última consideración, sin una reactivación del empleo será más costoso avanzar en el ajuste presupuestario, porque los incrementos de recaudación serán limitados y porque la inflexión del gasto requerirá un esfuerzo adicional para compensar el necesario incremento de las partidas destinadas a sufragar las prestaciones por desempleo. En cualquier caso, la política presupuestaria es decisiva en una situación como la actual. Como he señalado en la primera parte de esta comparecencia, estamos en medio de una crisis de deuda soberana. Y qué duda cabe que la situación de vulnerabilidad que afronta la economía española tiene un elevado componente fiscal, si bien la persistente debilidad cíclica —y su nefasto impacto sobre el empleo— y la todavía elevada dependencia de la financiación exterior exacerban las dificultades. El déficit público cerró el año pasado en un nivel del 8,5 %, lejos del objetivo establecido en el Programa de Estabilidad del 6 %. Y la ratio de deuda pública sobre el PIB finalizó en un nivel del 68,5 %, más de 30 puntos por encima del valor que había alcanzado en 2007, antes de que comenzara la crisis financiera internacional. A su vez, los objetivos de déficit se han establecido en el 5,3 % para 2012 y en el 3 % para 2013, lo que supone un esfuerzo presupuestario muy importante. Es imprescindible, sin embargo, cumplir rigurosamente estos objetivos. Su logro es vital para restaurar la credibilidad en la economía española y en él convergen los intereses globales de todos los agentes económicos y sociales y de todos los niveles de las Administraciones Públicas, por lo que su cristalización efectiva en un elevado grado de unidad y consenso resultará determinante del éxito en tan ardua tarea. Un fracaso en la consolidación fiscal nos arrastraría hacia escenarios de mayor contracción y pérdida de empleo y bienestar.

El desbordamiento de los objetivos de déficit el año pasado ha puesto de manifiesto la dificultad de corregir la dinámica fiscal en situaciones cíclicas adversas. Pero también ha desvelado los fallos que existían en los procedimientos entonces vigentes para el seguimiento, alerta temprana y control presupuestario, sobre todo en el ámbito de las CCAA, y que la Ley de Estabilidad Presupuestaria, actualmente en tramitación parlamentaria y a la que luego me referiré, debe subsanar.

En este sentido, la experiencia de los dos últimos años demuestra la importancia de que la elaboración de los Presupuestos se efectúe a partir de un escenario macroeconómico prudente y de que las medidas estén bien diseñadas para asegurar su efectividad. Igualmente relevante resulta disponer de información temprana sobre la ejecución presupuestaria para corregir a tiempo las posibles desviaciones que puedan surgir. Estas premisas afectan tanto a los Presupuestos Generales del Estado, en torno a los que versa esta comparecencia, como a los Presupuestos de las CCAA, sobre los que hoy no me voy a pronunciar, aunque sí quiero aprovechar esta ocasión para trasladar mi preocupación acerca de la obsolescencia de algunos de los supuestos sobre los que se elaboraron estos últimos en los meses finales de 2011, lo que obliga a actualizarlos y a adoptar, de forma urgente, las medidas pertinentes que aseguren la consecución de los objetivos por parte de las CCAA.

Permítanme pasar a referirme brevemente al delicado momento cíclico en el que se enmarcan los Presupuestos Generales del Estado para 2012. La intensificación de la crisis de la deuda soberana a partir del verano del año pasado interrumpió la tenue recuperación que había iniciado la economía española un año antes, observándose un descenso del PIB del 0,3 % en los meses finales de 2011. Este perfil ha continuado en los primeros meses de este año, por lo que la economía española se encuentra, de nuevo, en recesión. Como ya ocurrió en la recesión de 2008 y 2009, la mayor debilidad se está observando en el comportamiento de la demanda nacional. Todos los componentes de la demanda interna cayeron en el último trimestre de 2011 y lo siguen haciendo en los primeros meses de este ejercicio. En todos estos altibajos está pesando mucho la necesidad de revertir los desequilibrios acumulados (exceso de recursos destinados a vivienda, alto endeudamiento y pérdida de competitividad), dentro de un proceso de ajuste que aún no ha concluido. A ello se han añadido más recientemente la intensificación de la crisis de deuda soberana y sus efectos sobre el sistema financiero, que han endurecido las condiciones de financiación de la economía y han dañado la confianza de los agentes. La revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento en la zona del euro y la intensificación de los esfuerzos de consolidación fiscal han contribuido a contraer adicionalmente la demanda de consumo e inversión. Y todo ello, realimentado por la aceleración en el ritmo de descenso del empleo.

Frente a la atonía de la demanda nacional, el sector exterior ha vuelto a funcionar como amortiguador, aliviando el impacto negativo del menor gasto sobre la producción. Sin embargo, en los últimos trimestres ese alivio ha venido más por la vía de un menor nivel de importaciones que por la de un mayor dinamismo exportador, lo que se explica por la debilidad que en paralelo han registrado algunos de nuestros principales clientes europeos.

En estas condiciones, las perspectivas para el año 2012 no son favorables y continúan sujetas a elevados grados de incertidumbre. En líneas generales, la visión del Banco de España no difiere mucho de la que el Gobierno ha plasmado en el cuadro macroeconómico que acompaña a los Presupuestos. La demanda nacional continuará su proceso de ajuste. El consumo privado se verá afectado por el descenso del empleo y por el menor soporte que van a proporcionar las AAPP a las rentas de los hogares, si bien el impacto de estos dos factores se verá en parte compensado por un incremento más moderado de los precios y, probablemente, por una continuación del proceso de disminución de la tasa de ahorro, aunque el margen que esta deja para suavizar el patrón del consumo privado es cada vez más reducido.

La inversión empresarial se verá indudablemente afectada por la atonía del gasto interno y porque muchas empresas seguirán teniendo como objetivo la reducción de su

nivel de endeudamiento. Tampoco se vislumbran cambios apreciables en el proceso de ajuste de la inversión residencial. Por el lado de la demanda, no cabe esperar una mejoría en las condiciones de accesibilidad a la vivienda, dadas las perspectivas de renta y riqueza del sector privado; y, por el lado de la oferta, el elevado *stock* de viviendas sin vender todavía existente seguirá retrasando la puesta en marcha de nuevos proyectos de construcción.

La necesidad de reducir los niveles de endeudamiento de todos los sectores y las condiciones existentes para el acceso a la financiación externa seguirán limitando las posibilidades de expansión del gasto interno. Las exportaciones podrían ser el único componente del producto que aumentara en 2012. Es cierto que la situación internacional está rodeada de una gran incertidumbre y que, en particular, para el área del euro en su conjunto se prevé que la actividad se estanque o se reduzca ligeramente. Pero también es verdad que las ventas al exterior se han comportado de una forma muy favorable en los dos últimos años y que las empresas españolas han diversificado crecientemente sus exportaciones hacia terceros mercados, cuya demanda es más dinámica.

Desafortunadamente, este impulso de la demanda externa no será suficiente para compensar el efecto del resto de fuerzas contractivas sobre el empleo, por lo que cabe prever que se produzcan caídas adicionales de ocupación. Si la reforma laboral empezara pronto a desplegar sus efectos, los salarios podrían crecer algo menos que en 2011, lo que, junto con las mejoras en productividad, conduciría a nuevos descensos de los costes laborales por unidad de producto y así avanzar en las ganancias de competitividad. Los precios continuarán la senda de moderación que iniciaron en la segunda mitad del año pasado, aunque no ha desaparecido el riesgo del alza en los precios de la energía.

En resumen: el escenario descrito indica que la demanda interna prolongará su ajuste en consonancia con los procesos de desapalancamiento financiero y de consolidación fiscal en marcha. En estas circunstancias, es imprescindible que la ganancia de cuota de nuestras ventas, tanto en el mercado exterior como en el interno, se constituya en el principal motor de la actividad en España, y para ello resulta crucial alcanzar mejoras sostenidas en la competitividad, que han de venir de reformas y actuaciones ambiciosas por el lado de la oferta de la economía. Si estas reformas y actuaciones restablecieran la confianza en la economía española, redujeran los costes de financiación y mejoraran las bases para el crecimiento futuro, el año 2013 podría mostrar una senda de recuperación.

En esta situación, los Presupuestos Generales del Estado para 2012 se enmarcan en una estrategia de consolidación más general y de medio plazo que requiere el concurso de los distintos niveles de gobierno de las AAPP, cuyo detalle estará disponible en unas semanas, cuando el Gobierno presente el Programa de Estabilidad y Crecimiento ante las autoridades europeas. De hecho, el Programa de Estabilidad debe contener de forma precisa y explícita todos los elementos sobre los que descansará este proceso de consolidación. Los objetivos allí establecidos deben ser el ancla fundamental de las actuaciones presupuestarias en los años venideros, de forma que se logre situar el déficit de las AAPP por debajo del 3 % del PIB en 2013 y, posteriormente, se avance hacia el equilibrio presupuestario. Deben perseguir, además, la estabilización de la ratio de deuda pública sobre PIB y su posterior reducción hasta ratios inferiores al 60 % en 2020.

La consolidación fiscal así definida debe entenderse como ineludible y necesaria para restaurar el crecimiento económico a medio plazo, a pesar de que la magnitud y la pauta temporal del ajuste exigido tengan efectos negativos sobre la actividad en el corto plazo.

Porque en un contexto como el actual, de extrema sensibilidad de los agentes económicos a la situación fiscal de las economías, en particular en el área del euro, cualquier otra estrategia que pudiera poner en duda la consecución de los objetivos fiscales en los términos establecidos tendría consecuencias muy negativas sobre la confianza de los mercados en la economía española, dañando gravemente sus posibilidades de crecimiento tanto en el corto como en el medio y largo plazo. Por el contrario, un cumplimiento estricto de los compromisos marcados podría generar un círculo virtuoso de mejora de la confianza y de las expectativas, que facilitaría la recuperación.

Los Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social para 2012, junto con los Presupuestos de las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales, son el primer eslabón de esta estrategia y resulta fundamental que sean plenamente coherentes con el cumplimiento del objetivo de déficit público del 5,3 % del PIB establecido para este año, desde el 8,5 % del PIB observado en 2011. Esta reducción del déficit público exige un esfuerzo estructural primario sin precedentes, dado que debe compensar el incremento esperado de la carga de intereses y el efecto previsto de la recaída de la actividad económica sobre las cuentas públicas.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2012 detalla las medidas que se plantean para cumplir los objetivos en el caso del Estado y la Seguridad Social, distribuyendo el ajuste tanto por el lado de los ingresos como por el de los gastos públicos. Es cierto, como he recordado en ocasiones precedentes en esta cámara, que la evidencia existente sobre la eficacia de los procesos de consolidación fiscal previos en otras economías desarrolladas muestra que esta aumenta cuando se concentra en el gasto público, en particular de carácter improductivo. Sin embargo, el tamaño del ajuste necesario en nuestro país es de tal magnitud que conviene afrontarlo con todos los instrumentos disponibles, incluidos los tributarios.

Los Presupuestos de 2012 contemplan un incremento de los ingresos que resultan de una serie de medidas impositivas que recaen fundamentalmente sobre las rentas de las familias y empresas. Se establece también un gravamen especial de regularización de activos ocultos. Prevén que el potencial recaudatorio de estas medidas contrarreste la caída de los ingresos que comporta la desfavorable evolución de las bases imponibles que se desprende del escenario macroeconómico que acompaña a los Presupuestos. De acuerdo con la experiencia del año pasado, en el que el grueso de la desviación presupuestaria tuvo su origen en la negativa evolución de los ingresos públicos, resulta fundamental realizar una proyección prudente de esta variable. En este sentido, la evolución proyectada para el conjunto de los ingresos en los Presupuestos está sujeta a riesgos a la baja. Y ello por varios motivos. En primer lugar, porque tanto la recaudación esperada del impuesto sobre sociedades como la del resto de ingresos tributarios se encuentran condicionadas por la efectividad que acaben teniendo los numerosos cambios normativos aprobados, particularmente incierta en el caso del gravamen especial sobre rentas no declaradas. Conviene, además, subrayar que la economía española se encuentra inmersa en un proceso de ajuste macroeconómico cuyas perspectivas de crecimiento, como acabo de señalar, descansan en el sector exterior, lo que tiende a generar incrementos muy moderados de los ingresos impositivos en el corto y medio plazo, sobre todo si, además, este viene acompañado, como es el caso español, de un ajuste del sector inmobiliario.

Por el lado del gasto, el Proyecto de Presupuestos plantea reducciones muy significativas que se concentran en los gastos de capital, pero también en las transferencias

corrientes y compras de bienes y servicios. En el caso de las transferencias a empresas públicas, es importante que la reducción planeada venga acompañada de ajustes de similar magnitud en el gasto efectivo de estas entidades, de forma que se produzca una reducción duradera de los desequilibrios. En general, tampoco en este caso las proyecciones presupuestarias están exentas de riesgos. En primer lugar, por la dificultad que habitualmente comporta doblegar la elevada inercia en ciertas partidas, por lo que han sido frecuentes en el pasado las desviaciones al alza respecto a lo presupuestado inicialmente, en particular en el caso de las compras de bienes y servicios. Tampoco puede descartarse una evolución más negativa de aquellas partidas, como las prestaciones por desempleo o las pensiones, cuya magnitud depende de factores externos, como son la tasa de paro, la demografía o la inflación, aspecto que hay que relacionarlo además con que los riesgos de desviación en las cotizaciones sociales en relación con lo presupuestado son mayores.

Resulta imprescindible evitar la materialización de estos riesgos mediante una ejecución atenta y rigurosa de los Presupuestos, que permita detectar a tiempo la emergencia de desviaciones presupuestarias y, si fuera preciso, reaccionar para corregirlas. Si este fuera el caso, habría que realizar ajustes adicionales en el gasto corriente, dado que los márgenes de actuación sobre los gastos de capital se han reducido enormemente, así como introducir nuevas medidas tributarias, preferiblemente en el ámbito de la imposición indirecta, que genera menos efectos distorsionadores sobre el crecimiento y la asignación de recursos y en la que España cuenta con una menor presión fiscal relativa frente al resto de países desarrollados. De cara al futuro, no se puede descartar, además, que los incrementos impositivos aprobados con carácter temporal tengan que ser sustituidos en su momento por medidas de carácter permanente.

En paralelo, es importante que el proceso de consolidación presupuestaria se vea acompañado de un fortalecimiento del marco presupuestario nacional, que permita exigir el cumplimiento de los compromisos a todas las administraciones. En este sentido, la aprobación de la reforma de la Constitución en septiembre de 2011 para incorporar los límites al déficit y la deuda establecidos a nivel europeo, que ha sido desarrollada con posterioridad en el Proyecto de Ley de Estabilidad Presupuestaria, responde a esta exigencia y su contenido se encuentra en plena sintonía con las reformas comunitarias recientes de la gobernanza.

Tras la aprobación de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria por el Parlamento, resulta crucial que se pongan en marcha de manera inmediata todos los instrumentos establecidos por la misma, en particular los mecanismos de seguimiento y control, así como aquellos destinados a hacer cumplir los objetivos establecidos por todas las Administraciones Públicas. Permítanme que me detenga en algunos de los aspectos de la Ley, porque, en mi opinión, de su correcta aplicación depende en gran medida el éxito del proceso de consolidación.

Por una parte, la ejecución presupuestaria de 2011 ha puesto en evidencia las consecuencias que se derivan de las carencias en la disponibilidad de información, que impidieron detectar a tiempo la existencia de desviaciones presupuestarias y retrasaron la activación de los mecanismos para hacer cumplir los objetivos de consolidación. La nueva Ley de Estabilidad debería mejorar de forma significativa la transparencia de la actuación de las Administraciones Públicas en, al menos, tres aspectos. En primer lugar, resulta imprescindible disponer de la publicación regular de la ejecución presupuestaria de las Administraciones Territoriales, con la misma periodicidad, grado de detalle, desfase y

facilidad de acceso que las del Estado. En segundo lugar, debe mejorarse la información contenida en los presupuestos tanto del Estado como de las CCAA, de forma que se conozcan los supuestos de base de las proyecciones de ingresos y gastos, y se disponga también de la información sobre estas partidas en términos de contabilidad nacional, que es la definición relevante para las reglas fiscales existentes. Finalmente, la información contenida en los planes de corrección de las distintas administraciones debe hacerse accesible siguiendo un formato que permita su análisis y comparación con los presupuestos iniciales.

Por otra parte, es también evidente que los mecanismos que obligan a la corrección de los déficits públicos se han demostrado insuficientes. En este caso, el Proyecto de Ley de Estabilidad Presupuestaria incluye nuevos instrumentos coercitivos para asegurar el cumplimiento de los objetivos presupuestarios por todos los niveles de gobierno. Se incluye la posibilidad de establecer sanciones, se obliga al ajuste automático del gasto de las CCAA en determinados casos de incumplimiento e incluso se prevé la imposición de medidas de ajuste por parte del Gobierno central, de obligada observancia para las Administraciones Territoriales. Desde mi punto de vista, estos nuevos mecanismos de la Ley pueden ser muy efectivos para garantizar la disciplina, si se aplican con rigor, y se establecen los procedimientos adecuados de supervisión de la ejecución presupuestaria durante el ejercicio. En este sentido, resulta crucial, como se ha establecido en el trámite parlamentario de la Ley en el Congreso, que estas disposiciones se apliquen desde su aprobación, a tiempo de ser utilizadas en el actual proceso de consolidación.

Finalmente, el Proyecto de Ley mantiene la cláusula de «no rescate» entre administraciones que se introdujo en la Ley anterior. En mi opinión, esta cláusula, como también sucede a nivel europeo, es crucial para evitar que el coste de los comportamientos fiscales inadecuados en una administración se trasladen al resto y para que el mercado de capitales ejerza efectos disciplinadores. Al mismo tiempo, el Proyecto de Ley Orgánica permite que las CCAA y las CCLL puedan solicitar al Estado medidas extraordinarias de apoyo a la liquidez, en cuyo caso se exige un plan que garantice la consecución de los objetivos fiscales y a cuyo cumplimiento se condicionará el desembolso por tramos de la ayuda financiera. En este sentido, en los primeros meses de este año, el Gobierno ha puesto en marcha distintos mecanismos de apoyo a las CCAA y CCLL, con el fin de facilitar la refinanciación de sus deudas previas o el pago a los acreedores comerciales. Los mecanismos de financiación acordados exigen también el cumplimiento de unos planes de ajuste. Resulta ahora crucial exigir su cumplimiento estricto si se quiere evitar que este tipo de ayudas genere incentivos inadecuados.

La estrategia de consolidación debe, finalmente, completarse afrontando las consideraciones de medio y largo plazo que afectan a las finanzas públicas, y en particular aquellas que se derivan de la presión que el envejecimiento de la población ejercerá sobre determinadas partidas de gasto.

En este sentido, tras la aprobación en julio de 2011 de la Ley de Reforma de la Seguridad Social, debería definirse cuanto antes el factor de sostenibilidad para que los parámetros del sistema se vayan adaptando de forma automática a los cambios demográficos.

En definitiva, el desequilibrio presupuestario existente en la actualidad se ha convertido en uno de los obstáculos más importantes para el crecimiento de la economía española. Su corrección es prioritaria e ineludible. Por tanto, es necesaria una estrategia de ajuste fiscal basada en los compromisos acordados a nivel europeo, que se acompañe de un

reforzamiento del marco presupuestario nacional como el recogido en la reforma constitucional y de la aplicación de las reformas de medio y largo plazo que permitan afrontar el reto del envejecimiento de la población. De la credibilidad de esta estrategia, que a su vez exige cumplir con absoluto rigor los objetivos de corto plazo establecidos en el Proyecto de Presupuestos para 2012, depende el retorno de la confianza de los agentes económicos a nuestra economía, pieza fundamental para una recuperación sostenida de la actividad.

Muchas gracias.

17.4.2012.

Durante el primer trimestre de 2012, la economía española prolongó la pauta de descenso de la actividad que se inició en los meses finales del año pasado, en un entorno de elevada tensión financiera. Según la información disponible, todavía incompleta, se estima que el PIB se contrajo en una magnitud levemente superior a la del cuarto trimestre del pasado año, con una tasa de variación intertrimestral del $-0,4\%$. La demanda nacional volvió a caer ($-0,9$ pp), como viene ocurriendo en los últimos cuatro años, aunque el descenso fue algo más atenuado que en el período de octubre-diciembre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue de nuevo positiva ($0,6$ pp), pero también inferior a la del trimestre precedente. En términos interanuales, el PIB retrocedió, tras siete trimestres consecutivos de subidas, situándose la tasa en el $-0,5\%$ ($0,3\%$ en el período anterior).

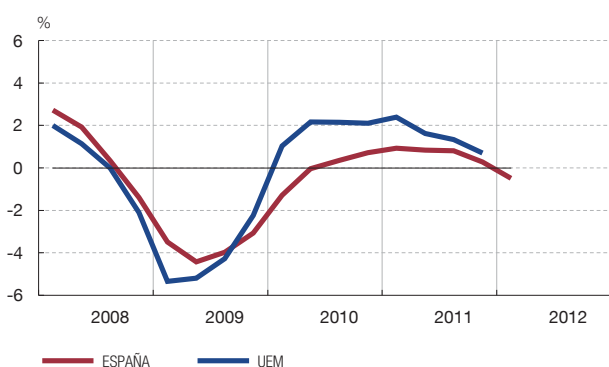
El empleo descendió, de nuevo, con intensidad, estimándose un retroceso interanual próximo al 4% , y la remuneración por asalariado se desaceleró en el conjunto de la economía, lo que, junto al elevado crecimiento de la productividad, condujo a una significativa disminución de los costes laborales unitarios, prolongando la trayectoria de los últimos ocho trimestres. La considerable debilidad del gasto interno propició una desaceleración del ritmo de variación interanual de los precios de consumo entre diciembre y marzo, alcanzando el IPC una tasa interanual del $1,9\%$ en este último mes. La moderación fue más visible en términos del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados—, que disminuyó su tasa de crecimiento interanual hasta el $1,2\%$. En términos del IAPC, el diferencial de inflación con respecto a la zona del euro se situó en marzo en $-0,9$ pp, reflejando una reducción que se extendió a todos los principales componentes del IAPC.

En el panorama económico internacional, la situación en los mercados de la zona del euro mostró una cierta mejoría respecto a los momentos de máxima tensión que se vivieron en los meses finales del pasado año, a la que contribuyeron de forma destacada las medidas de política monetaria del BCE, convencionales y no convencionales, y la aprobación del segundo programa de rescate a Grecia tras la reestructuración de su deuda en manos privadas y los avances en el proceso de reforma de la gobernanza económica del área del euro. Sin embargo, la inestabilidad retornó en los primeros días de abril, afectando con particular intensidad a España y a Italia, por las dudas surgidas en torno a los procesos de ajuste en los que se hallan inmersos ambos países.

Los indicadores disponibles parecen indicar que la actividad económica de la zona del euro se estabilizó —o descendió muy moderadamente— en los meses iniciales de 2012, tras el retroceso del PIB en el cuarto trimestre del año pasado, aunque las divergencias cíclicas entre los países que la componen siguieron ampliándose. Fuera de la UEM, se observa una moderada recuperación en Estados Unidos, una cierta mejoría en Japón y una gradual desaceleración de la actividad en las economías emergentes, que mantienen, con todo, un marcado dinamismo. La inflación mundial continuó atenuándose, aunque la elevación de los precios del petróleo, que alcanzó un máximo de 125 dólares por barril en febrero, nivel desde el que ha descendido ligeramente desde entonces, supone un riesgo.

En el ámbito de las políticas económicas, las acciones en la UEM desempeñaron un papel destacado a lo largo del trimestre. En relación con la gobernanza europea, la gravedad de la crisis de deuda soberana ha llevado a reforzar el control sobre las finanzas

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL

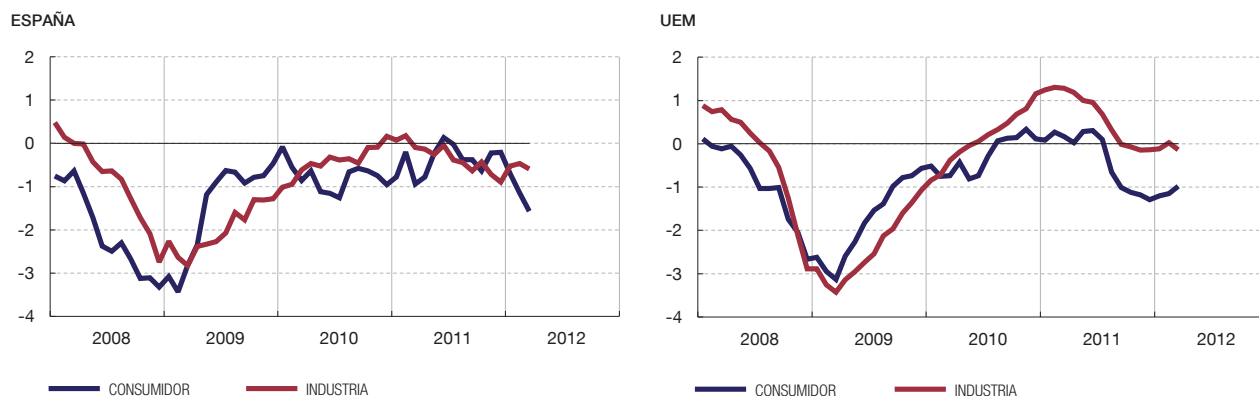


FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

públicas, lo que se ha plasmado en la firma, el 2 de marzo pasado, del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM, que incorpora el Pacto Fiscal, por el que 25 países miembros, entre los que se encuentra España, se han comprometido a trasladar a los marcos legales nacionales una regla de equilibrio presupuestario y un mecanismo de corrección automático de las desviaciones a nivel nacional. Por otra parte, para reforzar la función de vigilancia en el terreno de los desequilibrios macroeconómicos no fiscales, la Comisión presentó en febrero el primer *Informe Anual del Mecanismo de Alerta*, diseñado para detectar y corregir situaciones de riesgo en este ámbito. En él se han identificado doce países de la UE, entre ellos, España, que deberán ser examinados en mayor profundidad para determinar si el grado de severidad de los desequilibrios detectados requiere la apertura de un procedimiento de desequilibrio excesivo. En relación con los mecanismos de prevención y resolución de crisis, se produjeron también avances importantes en el ámbito de la constitución del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que ha requerido modificaciones del Tratado de la Unión Europea, adelantándose en un año su plena disponibilidad como dispositivo permanente (a julio de 2012) y ampliándose temporalmente su capacidad financiera (500 mm de euros) con los recursos no consumidos de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (véase recuadro 2).

El BCE, por su parte, adoptó un amplio conjunto de medidas para restaurar los canales de transmisión de la política monetaria y reducir la probabilidad de una contracción traumática de la oferta de crédito que podría haberse originado en el contexto de creciente retroalimentación entre riesgo soberano y riesgo bancario en la zona del euro que se percibió en los meses finales de 2011. En el ámbito de las medidas estándar de política económica, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo los tipos de interés en el mínimo histórico del 1 % para las operaciones principales de financiación, tras los descensos instrumentados en noviembre y diciembre, en un contexto en el que la inflación de la zona del euro, del 2,7 % en marzo, se atribuía principalmente a los aumentos de los componentes más volátiles, y en el que las expectativas de inflación seguían ancladas en el horizonte relevante de la política monetaria. En el terreno de las medidas no estándar, el BCE aprobó en febrero los criterios específicos para admitir temporalmente otros préstamos como activos de garantía e implementó la segunda operación de financiación a tres años con adjudicación plena. Consideradas conjuntamente, las dos subastas ampliaron considerablemente el colchón de liquidez a disposición de los bancos para acometer sus



FUENTE: Comisión Europea.

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

operaciones de refinanciación, revelándose como una pieza clave para la superación de los momentos de máxima tensión vividos el pasado mes de noviembre.

Por último, a nivel de los países más afectados por la inestabilidad, se siguieron dando pasos importantes en el terreno de las reformas económicas. En España, en particular, se ha profundizado el proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema crediticio mediante un nuevo RDL encaminado a fortalecer el capital y las provisiones de las entidades¹. En el frente de las reformas estructurales se aprobó una ambiciosa reforma del mercado de trabajo², que, mediante las mayores posibilidades que proporciona para la descentralización de la negociación colectiva, el aumento de la flexibilidad interna y la racionalización de las condiciones para la extinción de los contratos indefinidos, debería facilitar el ajuste de las condiciones laborales a las circunstancias específicas de las empresas y configurar un entorno más favorable para la creación de empleo y su estabilidad, una vez superada la situación de debilidad de la actividad. Por último, en el ámbito de la sostenibilidad de las finanzas públicas, se han dado pasos de gran trascendencia para fortalecer el marco presupuestario nacional con la aprobación del Proyecto de Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria³ —en las etapas finales de tramitación parlamentaria en la actualidad—, que, desarrollando los cambios que se introdujeron en la Constitución el pasado otoño, establece límites al déficit y la deuda públicos y refuerza los instrumentos para el cumplimiento de los compromisos fiscales por parte de todas las AAPP⁴.

No obstante, a principios de abril se produjo, como se ha señalado, un nuevo recrudecimiento de las tensiones financieras en la zona del euro, que afectó de manera singularmente severa a España. De este modo, a lo largo de este último mes, se elevó la rentabilidad de la deuda pública a diez años hasta llegar a superar puntualmente el 6 %, con lo que el diferencial con el bono alemán a ese plazo aumentó hasta el entorno de los 440 pb, y los índices bursátiles registraron importantes caídas, acumulando el IBEX 35 pérdidas próximas al 20 % desde principios de año. Por otra parte, en un contexto de elevada incertidumbre financiera, la disminución reciente de las rentabilidades interbancarias no se ha trasladado

¹ Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero.

² Real Decreto Ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral.

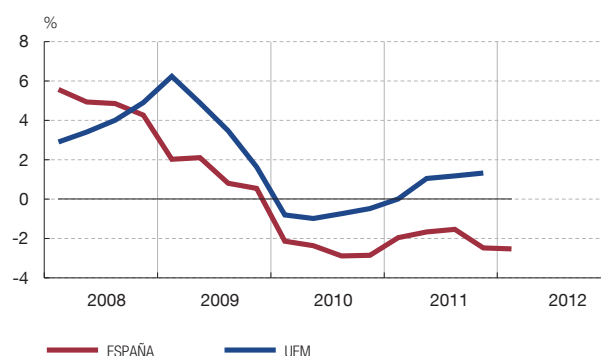
³ Proyecto de Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

⁴ Adicionalmente, el Gobierno ha puesto en marcha cambios en el ámbito de la transparencia en relación con el acceso a la información pública y el buen gobierno.

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.

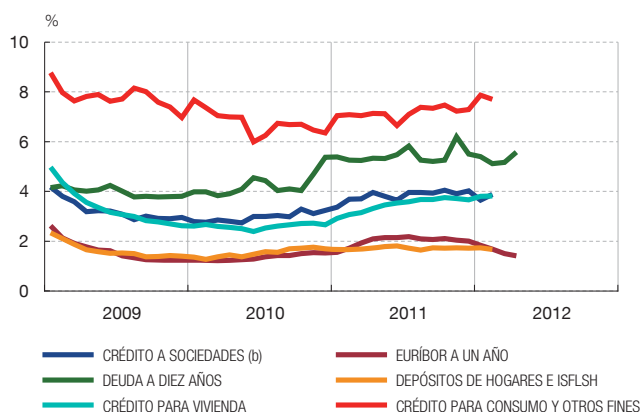
aún a los costes de los nuevos préstamos concedidos a empresas y familias. Con la información disponible hasta febrero, los tipos de interés del crédito a los hogares experimentaron un ligero aumento, mientras que los de las operaciones con empresas mostraron una leve reducción. En el mercado inmobiliario, según los datos publicados por el Ministerio de Fomento, los precios de la vivienda retrocedieron en el primer trimestre de 2012, con lo que la disminución interanual se situó en marzo en el 7,2 %, frente al 6,8 % en diciembre, y la caída acumulada desde los máximos alcanzados en 2008 asciende al 21,5 %. En el conjunto del trimestre, por tanto, la riqueza neta de los hogares se redujo, como resultado del descenso del valor tanto de los instrumentos financieros como, sobre todo, de los activos inmobiliarios.

En conjunto, la situación de inestabilidad que prevalece en los mercados financieros configura un entorno en el que las condiciones de financiación continúan siendo estrictas y en el que la confianza de los agentes sigue muy débil. Con este trasfondo, el gasto del sector privado acusó un nuevo descenso en los primeros meses del año. En el caso de los hogares, el consumo mostró una notable debilidad —se estima una caída intertrimestral del 0,4 %—, como consecuencia del deterioro de la situación del mercado laboral, del efecto del aumento de los tipos impositivos del IRPF sobre la renta disponible, de la disminución de la riqueza y, en general, del clima de mayor incertidumbre. Estos mismos factores obstaculizan la recuperación de la inversión residencial, que siguió contrayéndose en estos primeros meses del año.

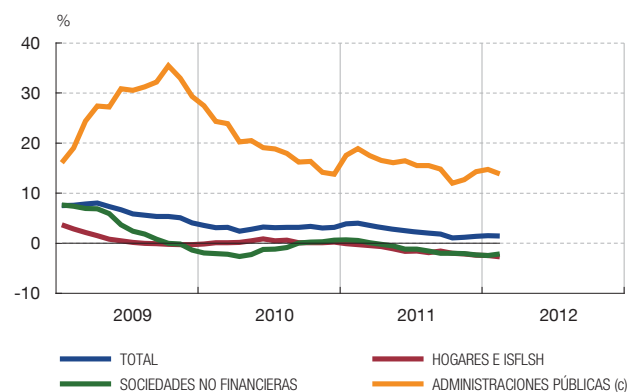
Los pasivos de las familias descendieron hasta febrero (último mes para el que se dispone de información) en un 2,7 % en términos interanuales, una reducción algo más intensa que la registrada al cierre del ejercicio anterior por el comportamiento tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como del crédito al consumo y otros fines. Según los datos de avance, la disminución de la deuda de los hogares habría permitido prolongar en estos primeros meses del año la pauta de reducción de la ratio de endeudamiento de este sector que ya se vio en 2011.

Por su parte, la inversión empresarial se vio afectada también por el deterioro económico y el recrudecimiento de tensiones financieras. La inversión en bienes de equipo mantuvo una trayectoria descendente en los primeros meses del ejercicio, que se estima en un -3,5 %

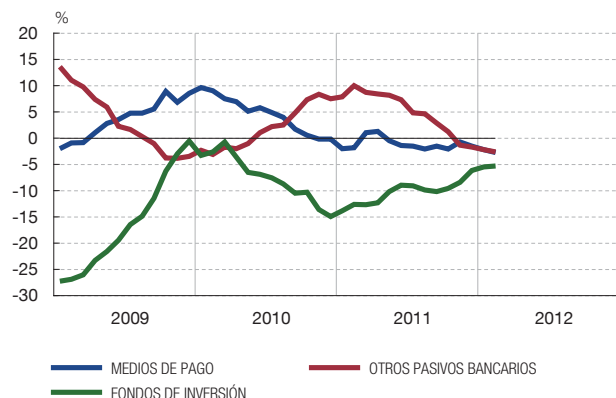
TIPOS DE INTERÉS (a)



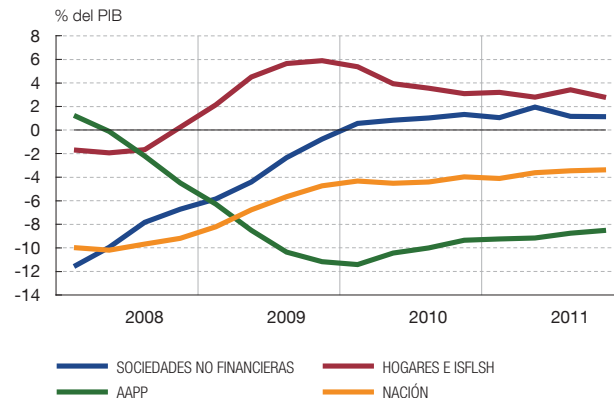
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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, 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. 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 tasa intertrimestral, influida además por la desaceleración del comercio mundial. Este comportamiento contractivo se extendió al componente de inversión en otras construcciones, en el que el sector privado acomete numerosos proyectos en colaboración con las AAPP, lógicamente muy afectados por los planes de consolidación fiscal en marcha. La deuda de las sociedades continuó cayendo, situándose la tasa de contracción interanual en el 2,2 % en febrero, prácticamente igual que la observada a finales de 2011. La ratio de endeudamiento de las empresas habría mantenido la trayectoria descendente observada el año previo, aunque permanece en niveles históricamente elevados.

Los componentes públicos de la demanda nacional —consumo e inversión públicos— intensificaron la senda contractiva de los trimestres previos, reflejando el impacto del plan de ajuste fiscal y las medidas adoptadas a finales de diciembre, una vez constatada la notable desviación en el cierre de las cuentas públicas con respecto al objetivo establecido (6 % del PIB). Esta desviación ascendió, finalmente, a 2,5 pp del PIB, cuando se conoció,

a finales de marzo, que el déficit de las AAPP había alcanzado el 8,5 % del PIB. El paquete fiscal adoptado en diciembre incorporaba, además de medidas tributarias temporales (con un impacto recaudatorio estimado de 8.100 millones de euros), un recorte del gasto público (que se instrumentaba mediante un acuerdo de no disponibilidad de créditos, por un valor estimado de 8.900 millones de euros), la congelación de los salarios públicos y la introducción de una serie de restricciones sobre el empleo público.

Esta estrategia de consolidación presupuestaria se profundizará en los próximos meses, cuando se empiecen a instrumentar las medidas de los Presupuestos Generales del Estado para 2012, que fueron aprobados por el Consejo de Ministros el 30 de marzo, y una vez que la ejecución presupuestaria de las Comunidades Autónomas y de las Corporaciones Locales se adecuen a los nuevos objetivos de Estabilidad Presupuestaria e incorporen, en los casos pertinentes, los ajustes adicionales a los que se han comprometido como contrapartida a su participación en el plan de apoyo financiero para el pago a proveedores (véase recuadro 4)⁵. La comparecencia del gobernador ante la Comisión de Presupuestos del Congreso, en este mismo Boletín, contiene una evaluación más detallada de los Presupuestos y del Proyecto de Ley de Estabilidad Presupuestaria. En conjunto, la actuación de todas las AAPP debe ser consistente con el objetivo de déficit público del 5,3 % del PIB establecido para este año, cuyo cumplimiento comporta un ajuste del saldo estructural primario de gran magnitud.

Por lo que se refiere a los intercambios con respecto al resto del mundo, la contribución de la demanda exterior neta se moderó en los tres primeros meses de este año, con un ligero retroceso de las exportaciones y un descenso algo más acusado de las importaciones en comparación con el trimestre precedente. La pérdida de dinamismo de las ventas al exterior observada en el último trimestre se ha producido en un marco de desaceleración de nuestros mercados de exportación —por la debilidad de algunos países de la zona del euro— y a pesar de las ganancias de competitividad-precio que se siguen acumulando. La caída de las importaciones muestra, por su parte, la debilidad de la demanda interna. En conjunto, la demanda exterior neta mantuvo una aportación significativa al avance del PIB en el primer trimestre, de 3,2 pp en términos de la tasa de variación interanual.

Por el lado de la oferta, todas las ramas productivas, excepto las agrarias, contribuyeron al descenso del producto. Se produjo una ligera reducción en el ritmo de contracción de la industria y de la construcción, aunque, en este último caso, la caída sigue siendo muy elevada y bascula principalmente sobre el segmento de construcción no residencial, por los efectos de los planes de austeridad fiscal. Por su parte, los servicios de mercado mostraron un leve empeoramiento en los primeros meses del ejercicio, que les habría llevado a aproximarse a alcanzar registros negativos en términos intertrimestrales. El empleo prolongó la senda contractiva de la segunda mitad del año pasado, que afectó a todas las ramas productivas y se localizó, atendiendo a la estadística de afiliados, en mayor medida, en los colectivos de extranjeros y de empleados por cuenta ajena. La información de la EPA para el primer trimestre no se encuentra aún disponible, pero no cabe descartar un nuevo aumento de la tasa de paro desde el nivel del 22,8 % registrado a finales de 2011.

Por último, en el ámbito de los costes laborales, se prevé una moderada ralentización de la remuneración por asalariado en el primer trimestre del año, como consecuencia de una cierta contención de las tarifas salariales, que se situaron en el 2,2 % hasta marzo, influi-

5 El 24 de febrero, el Gobierno aprobó el Real Decreto Ley 4/2012, por el que se establece un plan extraordinario de financiación para el pago a proveedores de las entidades locales, y el 9 de marzo, el Real Decreto Ley 7/2012, por el que se crea un Fondo público para la ejecución del plan y se extiende su aplicación a las CCAA.

das todavía por el retraso acumulado en la negociación colectiva y la elevada presencia de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores. Estos aumentos salariales son, en todo caso, elevados, dadas las condiciones de la economía. Se espera, de todas formas, una moderación adicional en lo que resta de ejercicio, una vez que la reforma laboral despliegue sus efectos, a través de la prevalencia de los convenios de empresa, las posibilidades de descuelgue respecto a las condiciones establecidas en convenios o mediante la modificación de dichas condiciones.

En resumen, la economía española inicia 2012 en situación de recaída, con un patrón de contracción de la actividad que, por el lado del gasto, comporta una demanda nacional muy débil, cuyo impacto sobre la producción se ve únicamente amortiguado por la mayor fortaleza relativa del sector exterior. El mantenimiento del dinamismo de la demanda exterior neta resulta vital en las presentes circunstancias, por lo que es preciso profundizar las ganancias de competitividad mediante todos los instrumentos de política económica disponibles. Las reformas instrumentadas en los últimos meses, en particular, la del mercado de trabajo, resultan fundamentales para situar a la economía española en una senda de creación de empleo y de mejoras en la competitividad, aunque sus efectos no sean inmediatos. Por otra parte, la evolución de la economía española en los próximos trimestres está sujeta a incertidumbre y a ciertos riesgos a la baja, relacionados con los posibles avatares de la crisis de la deuda soberana. Por ello, es prioritario despejar las dudas que planean sobre la capacidad de ajuste de la economía española mediante la culminación del proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema bancario y mediante un cumplimiento estricto de los objetivos presupuestarios en 2012. Sobre este último aspecto, es imprescindible evitar la materialización de los riesgos de desviación presupuestaria que se podría producir en un contexto de mayor debilidad de los ingresos que la prevista o de dificultades para recortar determinadas partidas de gasto que están sujetas a una elevada inercia. Se requiere, por tanto, una ejecución rigurosa de los Presupuestos, que se verá facilitada por las mejoras en la transparencia y en el control que comporta la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

Durante el primer trimestre de 2012, la evolución económica y financiera internacional ha sido, en conjunto, favorable, a pesar de que el deterioro acaecido desde finales de marzo, ante el nuevo episodio de inestabilidad asociado a la crisis soberana europea, ha revertido parcialmente los avances anteriores. Hasta ese momento, los mercados financieros registraron una mejora notable, reflejada en una disminución de la volatilidad, que ha llegado a recuperar los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers. También destacaron el repunte de la rentabilidad del bono a largo plazo estadounidense —que ha revertido en el último mes— y el alza del precio del petróleo hasta principios de marzo. En el plano económico se ha producido una estabilización del crecimiento en niveles moderados en Estados Unidos, y una cierta mejora en Japón, mientras que las economías emergentes mantienen una senda de desaceleración gradual, más acentuada en Europa del Este. En este contexto, durante el trimestre los bancos centrales de Estados Unidos, Reino Unido y Japón han adoptado nuevas medidas de apoyo a la recuperación, mientras que en los países emergentes las políticas monetarias han mantenido una tónica de acomodación, algo más suave de lo esperado a inicios de año, con la notable excepción de Brasil, donde las reducciones de tipos de interés han sido más acusadas.

En efecto, pese a la persistencia de la crisis de deuda soberana en Europa, los mercados financieros internacionales saldaron el primer trimestre de 2012 con una cierta mejoría de los principales indicadores, como resultado tanto de la buena acogida que tuvieron las operaciones de refinanciación a largo plazo del Banco Central Europeo (LTRO) de diciembre y febrero como de la publicación de datos macroeconómicos positivos en algunas economías avanzadas. El retorno del apetito por el riesgo se materializó en ganancias en las bolsas de valores, acompañadas de menor volatilidad, y en la depreciación del dólar frente a las principales monedas —con la excepción del yen—. No obstante, la situación actual de los mercados se mantiene frágil y en el último mes se han corregido parcialmente estos movimientos ante un nuevo brote de inestabilidad asociado a la crisis europea, y abonado por la aparición de algunos datos económicos peores de lo esperado en Estados Unidos y China, que ha vuelto a estimular movimientos de huida hacia la calidad. En esta línea, el tipo de interés a diez años en Estados Unidos, que al principio del trimestre se acercó al 2,4 %, coincidiendo con la mejoría en las expectativas de crecimiento interno, se ha vuelto a aproximar al 2 % a comienzos de abril. Los mercados emergentes también mostraron un mejor tono, tanto en la evolución de los precios, con subidas de las bolsas y descensos de los diferenciales soberanos, como en la de las cantidades, con una fuerte recuperación de los flujos hacia economías emergentes (véase recuadro 1), y de las emisiones de renta fija, que marcaron un nuevo máximo histórico en el trimestre. No obstante, al igual que en los mercados de las economías avanzadas, esta tendencia positiva se ha corregido parcialmente desde finales de marzo. Por su parte, en los mercados de materias primas los precios de los metales industriales y del petróleo han repuntado en el trimestre. En el caso del petróleo, el precio del barril Brent superó los 125 dólares en febrero y desde entonces ha descendido ligeramente, hasta situarse en el entorno de los 120 dólares.

En Estados Unidos, el PIB registró un crecimiento trimestral anualizado del 3 % (1,6 % interanual) en el cuarto trimestre, que descansó fundamentalmente en el consumo privado y en la variación de las existencias, con aportaciones negativas de la demanda externa y del gasto público. Los indicadores del primer trimestre continúan apuntando hacia una recuperación moderada. La producción industrial, la utilización de la capacidad productiva y la confianza empresarial mejoraron en el conjunto del trimestre, si bien se apreció un

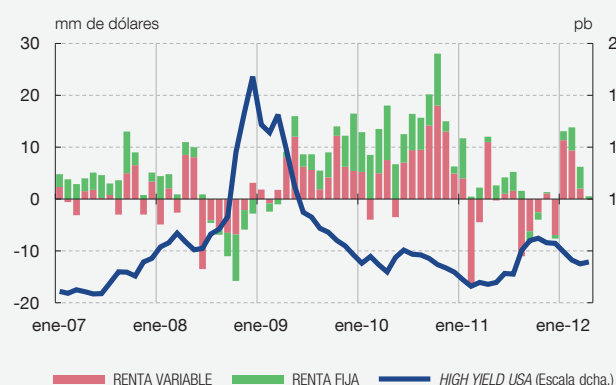
Los flujos de capitales dirigidos a las economías emergentes han mostrado una elevada volatilidad tras la crisis, con fases pendulares de entradas y salidas netas muy intensas (véase panel izquierdo del gráfico 1). En particular, durante el año 2011 los flujos de capitales registraron un comportamiento negativo. A comienzos de año, las mejores perspectivas de crecimiento en las economías desarrolladas dieron lugar a salidas de los fondos de bolsa y a unas menores entradas que en años precedentes en fondos de deuda. Más tarde, a raíz de las tensiones financieras del verano, se registró una retracción de flujos —que alcanzó también a los de renta fija— de cuantía similar a la acontecida tras la crisis de septiembre de 2008. No obstante, a partir del mes de diciembre se ha vuelto a observar un intenso reflujo de entrada, de modo que en el primer trimestre de 2012 las entradas en deuda ascendieron a casi 10 mm de dólares y las canalizadas hacia bolsa a casi 23 mm, lo que representa cerca del 20 % del total de flujos recibidos en 2010, cuando se alcanzó el máximo histórico. Esta evolución está

muy ligada a la percepción de riesgo global en los mercados internacionales —reflejado, por ejemplo, en el tipo de interés de los bonos de alto rendimiento (*high yield*) de Estados Unidos— y es evidente en el contraste entre la segunda mitad del año pasado y el inicio de este.

La intensidad de la recuperación del apetito por el riesgo al comienzo de 2012 queda también reflejada en el volumen de emisiones de empresas y soberanos de las economías emergentes en los mercados de renta fija. Como se aprecia en el panel derecho del gráfico 1, las emisiones superaron los 125 mm de dólares en el trimestre, lo cual supone un nuevo máximo histórico para este tipo de operaciones, repartidas a partes más o menos iguales por regiones. Cabe destacar, además, el acceso de empresas ya consolidadas a nuevos mercados (*dím-sum* en yuanes), las dos mayores emisiones de países emergentes —la petrolera brasileña Petrobras y Rusia, cada una por un importe de 7 mm de dólares— y un

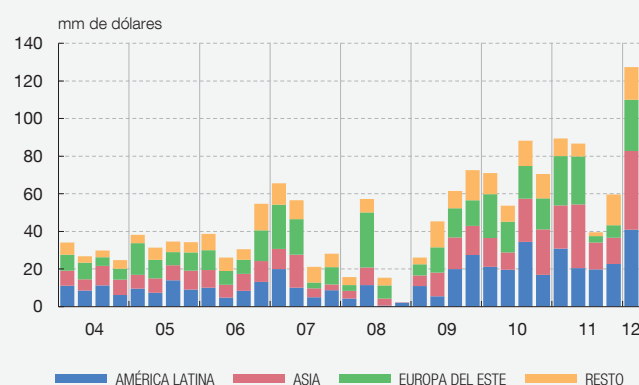
1 EMISIONES INTERNACIONALES DE ECONOMÍAS EMERGENTES

FONDOS A MERCADOS EMERGENTES



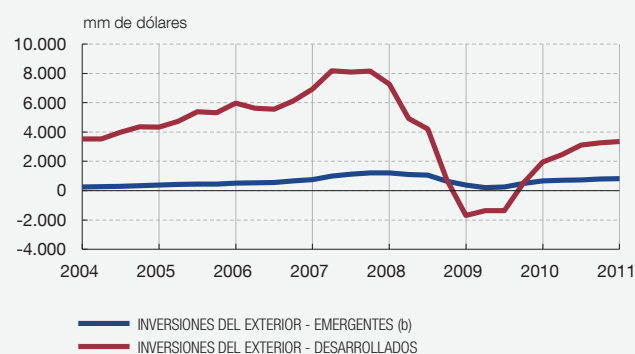
FUENTES: Dealogic, Datastream e IIF.

EMISIONES DE ECONOMÍAS EMERGENTES



2 ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS

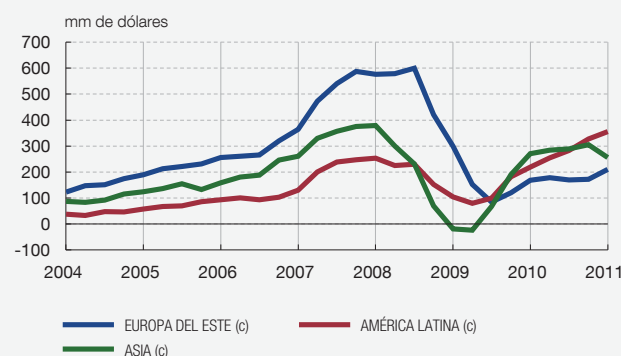
ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS- EMERGENTES Y DESARROLLADOS (a)



FUENTE: Estadísticas Financieras Internacionales (Fondo Monetario Internacional).

- a Son cifras anuales acumuladas de datos trimestrales.
b Emergentes excluye China.
c Son una muestra de países de las diferentes regiones. Asia excluye China.

ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS EN EMERGENTES POR ÁREAS (a)



aumento de las empresas que acceden por primera vez a estos mercados. No obstante, a pesar del fuerte aumento de las emisiones los inversores se han mostrado algo más cautelosos que en otros momentos de fuertes colocaciones. Por un lado, las emisiones de bonos soberanos —que suponen, en principio, un menor riesgo que los corporativos— ascendieron a un tercio del total, algo más que la media de largo plazo; por otro lado, dentro de las emisiones corporativas han predominado las de empresas con una calificación crediticia relativamente elevada.

Aunque esta evolución está correlacionada con la cambiante aversión al riesgo de los últimos años, desde una perspectiva más amplia, puede argumentarse que los determinantes de los flujos de capitales actúan a favor de un incremento tendencial de las entradas a los países emergentes. Por un lado, la relación rentabilidad-riesgo relativa entre economías emergentes y avanzadas ha experimentado un cambio sustancial a favor de las primeras; las vulnerabilidades y dificultades de crecimiento en las avanzadas contrastan con los fundamentos, en general, relativamente sólidos y las perspectivas de crecimiento notablemente más favorables de las emergentes. Por otro lado, en respuesta a la crisis, las políticas monetarias en las economías desarrolladas han sido extraordinariamente expansivas y se han producido amplias inyecciones de liquidez, que facilitan los trasvases de flujos a las economías emergentes.

La magnitud de estos cambios se refleja en la evolución de los flujos brutos de capital. El panel izquierdo del gráfico 2 muestra los flujos de entrada de capitales en las economías desarrolladas y las emergentes desde 2004 hasta inicios de 2011¹. En 2007, las economías desarrolladas llegaron a recibir ocho billones de dólares anuales, tras un crecimiento muy intenso desde el inicio de siglo, sobre todo en los años anteriores a la crisis (a un ritmo superior al 30 % anual). Los flujos a las economías emergentes representaban una proporción muy inferior, de unos 1,2 billones de dólares, si bien crecían a ritmo aún más rápido (multiplicándose por cinco desde 2004). La crisis financiera iniciada en el verano de 2007

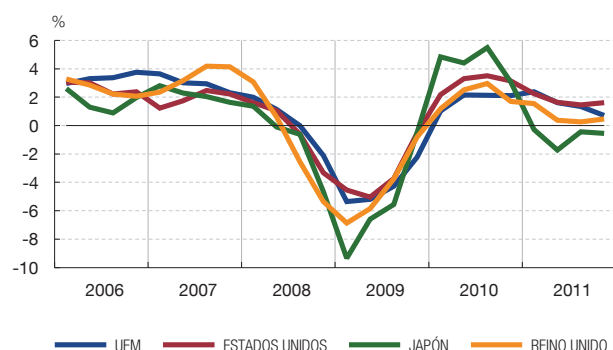
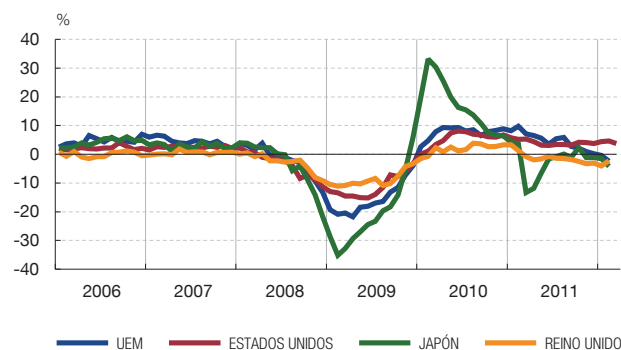
supuso un freno y una fuerte corrección posterior de los flujos de capitales, que llegaron a ser holgadamente negativos en las economías desarrolladas (las desinversiones superaron las inversiones) y se frenaron en las emergentes. Resulta más llamativa aún la diferencia en el perfil de recuperación. Mientras que en las economías desarrolladas se estabilizaron por debajo de los cuatro billones de dólares a principios del año pasado —una reducción de más de la mitad respecto al máximo previo—, en las economías emergentes se iban acercando al billón de dólares, un tercio menos que antes de la crisis, pero en ascenso. De este modo, la diferencia entre los flujos a emergentes y a desarrollados se ha reducido notablemente.

La recuperación de las economías emergentes en su conjunto esconde importantes diferencias entre regiones, dependiendo del impacto de la crisis. Como puede observarse en el panel derecho del gráfico 2, las economías de Europa del Este, que sufrieron la crisis con mayor virulencia y siguen más expuestas por su cercanía al área del euro, experimentaron una reducción mayor de los flujos de entrada, de la que apenas se han recuperado. Por el contrario, los países latinoamericanos han superado con creces el nivel de flujos de entrada previo a la crisis y han marcado un nuevo máximo a principios de 2012. La muestra de países asiáticos —de la que está excluida China— se sitúa en una posición intermedia: los flujos llegaron a ser negativos a inicios de 2009, se recuperaron con mucha intensidad, pero no han vuelto a alcanzar los niveles previos.

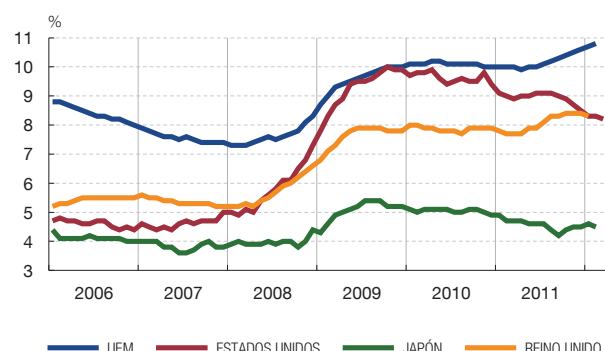
En definitiva, la crisis está suponiendo un retraimiento y recomposición notable en el proceso de integración financiera internacional. Mientras que se ha producido una reducción notable de los flujos a (y entre) las economías desarrolladas, algunas economías emergentes —sobre todo, en América Latina— siguen incrementando su integración financiera. Es difícil evaluar en qué medida estos cambios son estructurales o son el resultado de una integración excesivamente rápida en los años previos a la crisis en las economías avanzadas —impulsada, por ejemplo, por la proliferación de productos financieros complejos—, o implican una sobre-reacción a la baja en un entorno de crisis, reajuste e incertidumbre. Sin duda, estos últimos factores también condicionan la evolución reciente de los flujos a economías emergentes, pero, en todo caso, se observa que en este grupo de países la profundización de su integración financiera internacional sigue su curso, en muchos casos apoyada en una buena situación relativa de sus fundamentales.

1 La muestra es muy amplia en cada grupo, aunque no se incluyen —por falta de datos trimestrales— algunos países relevantes, como China. Los datos son brutos, es decir, agregan las entradas anuales en cada país (los flujos entre países no se compensan) y, por tanto, son indicativos del nivel de integración financiera de cada grupo. Las cifras recogen los flujos anuales acumulados, con frecuencia trimestral.

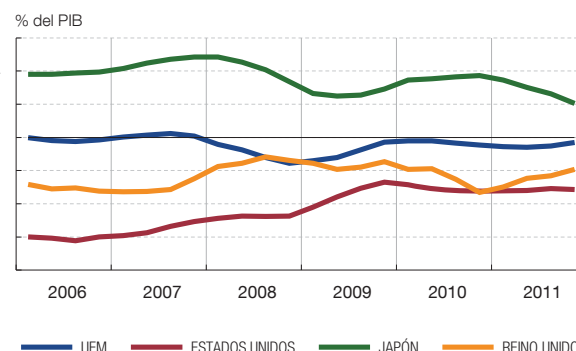
cierto debilitamiento hacia el final del mismo. Los indicadores relativos al consumo se mantienen sólidos, aunque el descenso de la renta disponible real suscita alguna duda sobre la fortaleza del mismo. La información del mercado laboral apunta a una consolidación de su recuperación —si bien los datos de marzo debilitaron esta señal—, con un aumento del ritmo de creación neta de empleo y una reducción de la tasa de paro hasta el 8,2 %. En el mercado de la vivienda, el stock de viviendas sin vender —en términos de meses de ventas— se ha reducido, favorecido por el continuado ajuste de los precios de la

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanualPRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual

TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

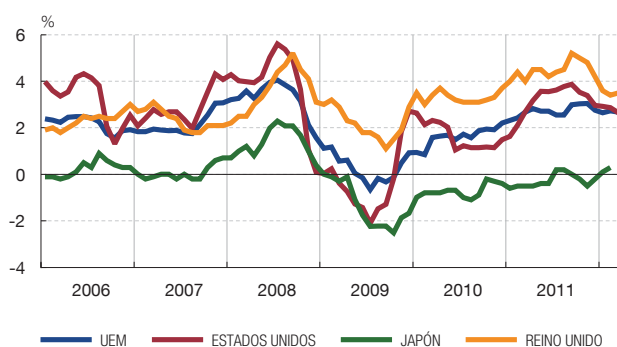
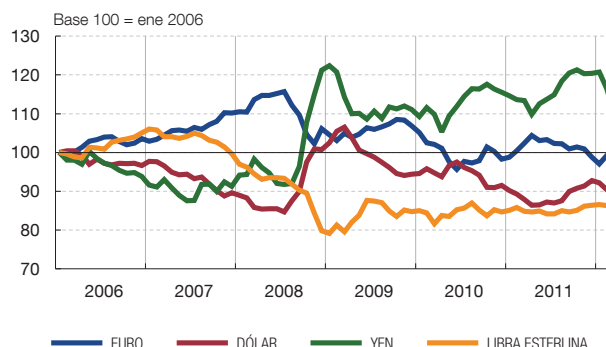


FUENTES: Datastream y Banco de España.

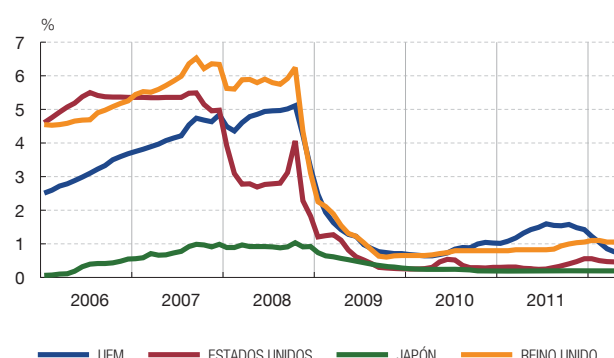
a Porcentaje de la población activa.

vivienda y por la mejora del mercado laboral, y a pesar de las duras condiciones crediticias. La inflación se moderó hasta el 2,7 % interanual en marzo, mientras que la inflación subyacente continuó en el 2,3 %. La Reserva Federal mantuvo el tono expansivo de la política monetaria y modificó su estrategia de comunicación, fijando un objetivo numérico de inflación a largo plazo —para el deflactor del gasto en consumo— del 2 % y publicando las previsiones de la senda del tipo oficial, que se mantendría en su nivel actual hasta finales de 2014. En el plano fiscal, destacan el acuerdo para la extensión de algunas ayudas fiscales hasta el final de 2012 y la presentación del Anteproyecto de Ley de Presupuestos para 2013.

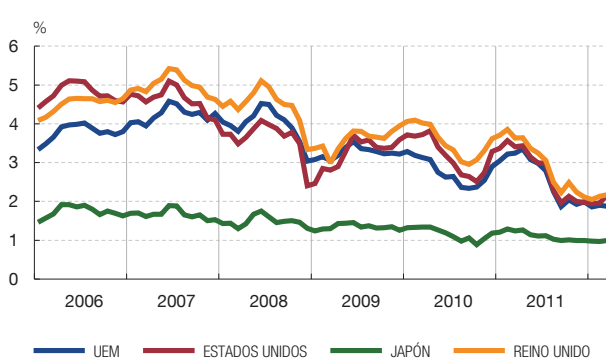
En Japón, el PIB se contrajo un 0,2 % en tasa trimestral (–0,6 % interanual) en el cuarto trimestre, por la contribución negativa de la demanda externa y de las existencias, mientras que la demanda interna privada mantuvo un tono expansivo. Los indicadores de mayor frecuencia, como la producción industrial y las encuestas de confianza empresarial, señalan una recuperación de la actividad en el primer trimestre, aunque persisten las dudas sobre la dinamización de la demanda externa. Por el lado de la demanda, el consumo ha mostrado un comportamiento relativamente sólido, debido en parte al impulso de los subsidios públicos a la compra de automóviles, y la inversión en vivienda ha comenzado a repuntar, apoyada en la demanda de reconstrucción. En el ámbito externo, la balanza comercial mantuvo un saldo deficitario durante el trimestre, a pesar de la incipiente mejora de las exportaciones. En el mercado laboral, la tasa de paro se situó en el entorno del 4,5 % durante el trimestre, habiéndose observado una recuperación del empleo y de la población

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)

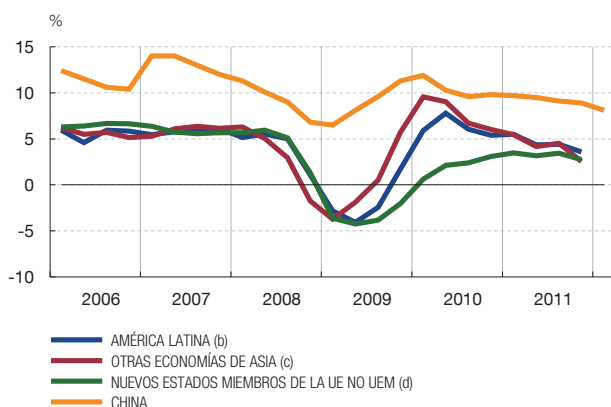


FUENTES: Datastream y Banco de España.

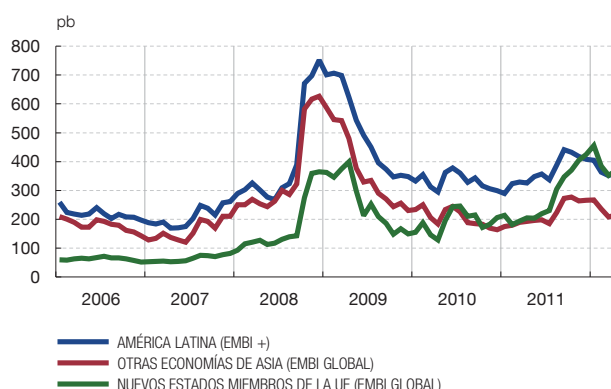
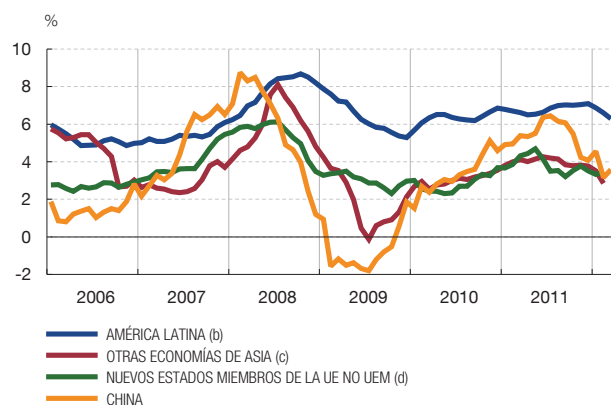
- a Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

activa. Por su parte, la inflación se situó en el 0,3 % interanual en febrero, mientras que la tasa subyacente moderó su ritmo de descenso hasta el -0,6 % interanual. El Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,1 %, amplió su programa de compra de activos hasta los 30 billones de yenes (equivalentes al 6,4 % del PIB) y concretó el objetivo de estabilidad de precios a largo plazo en el 1 % en promedio.

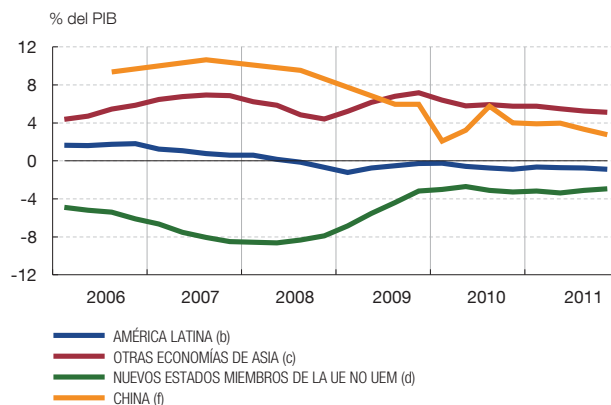
En el Reino Unido, el PIB registró una contracción en el cuarto trimestre del 0,3 % en tasa trimestral (un 0,5 % interanual), arrastrado por la aportación negativa de la variación de existencias. Los indicadores de mayor frecuencia del primer trimestre ofrecen señales heterogéneas. Los de confianza empresarial indican una expansión de la actividad generalizada por sectores, que no se ha visto confirmada, en las manufacturas, por los datos de producción industrial. Las ventas minoristas cayeron en febrero, tras dos meses de subidas, y la confianza del consumidor hizo lo propio en marzo. El mercado laboral mantiene un tono de debilidad, pues la tasa de paro permaneció en el entorno del 8,3 % en febrero, los salarios continuaron moderándose y el nivel de empleo, si bien repuntó ligeramente, sigue lastrado por la pérdida de empleo público. La inflación en el trimestre se moderó hasta el 3,5 % en marzo y la tasa subyacente se redujo hasta el 2,5 %, aunque comienzan a aflorar tensiones inflacionistas en los precios industriales. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial en el 0,5 % y amplió su programa de compra de activos en 50 mm de libras, hasta los 325 mm. Finalmente, el Gobierno ha presentado en marzo un

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, Banco de España, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.

a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.

b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.

c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.

d Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, 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.

presupuesto austero para el año fiscal 2012/2013, en línea con su compromiso de consolidación fiscal.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció en promedio un 2,8 % interanual en el cuarto trimestre de 2011, tasa inferior al 3,4 % registrado en el tercero. La desaceleración fue generalizada, si bien destacaron las contracciones intertrimestrales observadas en Rumanía y la República Checa —en esta última, por segundo trimestre consecutivo—. Los datos más recientes de producción industrial apuntan a una nueva moderación de la actividad en los primeros meses de 2012. La inflación en la región aumentó en los dos primeros meses del año, sobre todo como consecuencia del aumento de tipos impositivos en la República Checa y en Hungría. Los bancos centrales mantuvieron sin cambios los tipos oficiales, con la excepción de Rumanía, que los redujo en 50 pb, hasta el 5,25 %, en un contexto de debilidad económica y reducida inflación. Finalmente, cabe destacar la decisión del Consejo Europeo de suspender la concesión de unos 500 millones de

euros (equivalentes al 0,5 % del PIB) del Fondo de Cohesión a Hungría, ante la ausencia de un compromiso efectivo del Gobierno de este país para la reducción del déficit.

En China, el PIB del primer trimestre de 2012 aumentó un 8,1 % interanual (frente al 9,1 % del trimestre anterior), el menor registro en los últimos tres años, acentuándose la tendencia a la moderación del crecimiento, que sigue apoyándose principalmente en la fortaleza de la demanda interna, pues la externa ha continuado su ajuste, en buena medida, por la caída de las exportaciones hacia Europa. La tasa de inflación continuó su reducción gradual durante el trimestre, con cierto repunte en marzo, hasta el 3,6 %, por el incremento de los precios de los alimentos, aunque se mantiene por debajo del objetivo para 2012 (4 %). En un contexto de riesgos a la baja para el crecimiento, tanto por la atonía de la demanda externa como por la menor actividad en el mercado inmobiliario, el banco central redujo el coeficiente de reservas para los bancos comerciales en 50 pb (hasta en 2 pp en algún caso); también duplicó la banda diaria de fluctuación del yuan, hasta el 1 %. Finalmente, el Gobierno ha reducido el objetivo oficial de crecimiento del PIB para 2012 hasta el 7,5 %, frente al 8 % mantenido desde 2005, aunque esta cifra ha sido superada sistemáticamente. En las demás economías de Asia emergente, el crecimiento interanual del PIB se desaceleró hasta el 4,3 % interanual en el cuarto trimestre de 2011. Los datos de producción industrial de enero y febrero sugieren una prolongación de esta moderación de la actividad. Asimismo, durante el primer trimestre de 2012 continuó el suave descenso de la inflación interanual en la mayoría de los países del área, si bien se registraron repuntes en la India en febrero, y en Tailandia e Indonesia en marzo, por el alza de precios de los alimentos y la energía. Los tipos oficiales se redujeron en India, Tailandia y Filipinas, manteniéndose el tono de la política monetaria en el resto de la región.

En América Latina, el PIB registró un avance del 0,6 % intertrimestral en el cuarto trimestre, por el menor dinamismo de la actividad en México, Argentina y Brasil, confirmando la tendencia de desaceleración iniciada en el trimestre anterior y en contraste con la fortaleza mostrada en el primer semestre de 2011. En términos interanuales, el crecimiento fue del 3,6 %, frente al 4,4 % del trimestre previo. No obstante, los indicadores de mayor frecuencia correspondientes al primer trimestre de 2012 sugieren una cierta recuperación de la actividad. Por su parte, la inflación en el área mostró una apreciable corrección durante el primer trimestre, hasta el 6,2 % interanual, frente al 7,1 % del trimestre anterior. En el ámbito de la política monetaria, el banco central de Chile redujo de forma inesperada los tipos de interés oficiales en 25 pb en enero, hasta el 5 %, y los mantuvo inalterados en las reuniones posteriores ante el dinamismo de la demanda interna. En Brasil, el banco central continuó con el ciclo de bajadas del tipo oficial, que redujo en un total de 200 pb, hasta el 9 %. Por su parte, en Colombia se mantuvo el ciclo de subidas hasta febrero, interrumpiéndose en marzo. En el ámbito fiscal, el Gobierno brasileño anunció un plan de estímulo de la inversión industrial, que incluye reducciones selectivas de impuestos y una dotación de recursos al Banco de Desarrollo de Brasil (BNDES) del 1 % del PIB. Por último, en Argentina se aprobó la reforma de la Ley de Convertibilidad y de la Carta Orgánica del banco central, que amplía los límites de la financiación que el banco central puede otorgar al Tesoro y permite un uso más discrecional de las reservas internacionales; los objetivos del banco central se han ampliado más allá de la estabilidad monetaria, y se ha otorgado un mayor papel al banco central para orientar el crédito hacia ciertas actividades. Asimismo, la retirada sucesiva de diversas concesiones de explotación a YPF por parte de varias provincias argentinas culminó con el envío del Gobierno argentino al Congreso de un proyecto de ley para expropiar a Repsol del 51 % del capital de YPF (Repsol mantenía una participación del 57,43 %) y la intervención de la empresa mediante un Decreto de Necesidad y Urgencia. No se conoce la cuantía de la compensación ni el origen de los fondos para el pago de la misma.

En el primer trimestre de 2012 se produjo una cierta relajación de las tensiones financieras que habían afectado con especial intensidad al conjunto del área del euro en la segunda parte de 2011. El alivio se ha visto reflejado en la evolución de la mayor parte de indicadores financieros, si bien su manifestación más evidente ha sido la mejora experimentada en las condiciones de acceso a la financiación por parte de los bancos, lo que ha reducido el riesgo de que se produzca, en el conjunto del área, un episodio de contracción traumática de la oferta de crédito (véase recuadro 3). Las medidas de política monetaria, convencionales y no convencionales, adoptadas por el BCE en los últimos meses de 2011 y, en particular, las dos operaciones de inyección de liquidez a tres años, la aprobación del segundo programa de ayuda a Grecia tras la reestructuración con éxito de su deuda en manos privadas y los avances en el diseño de la gobernanza económica del área, han supuesto pasos importantes para recuperar la confianza. No obstante, la situación continúa siendo inestable, como demuestra el rebrote de las tensiones que se ha producido en abril y que ha afectado de forma particular a España y a Italia, como consecuencia de las dudas surgidas en torno a los procesos de ajuste en los que se hallan inmersas estas economías.

En este contexto, la evolución de los indicadores económicos publicados más recientemente es indicativa de un estancamiento o una ligera contracción de la actividad del conjunto del área en el primer trimestre del año. Más a medio plazo, las predicciones publicadas por los diversos organismos internacionales y analistas privados coinciden en anticipar una tasa de crecimiento del PIB ligeramente negativa para el conjunto de 2012, compatible con una recuperación gradual en la segunda parte del año, que vendría impulsada por el impacto positivo de los bajos tipos de interés, las medidas adoptadas en los diversos frentes para restablecer el normal funcionamiento del sistema financiero y recuperar la confianza de los agentes, y la mayor fortaleza del comercio mundial. No obstante, en torno a este escenario central existen una gran incertidumbre y riesgos a la baja asociados a los posibles avatares de la crisis de la deuda soberana y a un potencial aumento de los precios de las materias primas.

La inflación de la zona del euro es probable que se mantenga por encima del 2 % hasta principios de 2013, impulsada, principalmente, por el aumento de los precios de la energía y las subidas de los impuestos indirectos. Más a medio plazo, el entorno de debilidad económica dominante en el conjunto del área no permite anticipar tensiones inflacionistas subyacentes en un contexto en el que las expectativas de inflación a largo plazo permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. Juzgando que los riesgos para dicho objetivo están equilibrados en el horizonte relevante de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE dejó inalterados los tipos de interés en sus reuniones de febrero, marzo y abril.

Por su parte, la Unión Europea ha seguido dando pasos encaminados a reformar la gobernanza del área del euro y reforzar los mecanismos de gestión y resolución de crisis que han sido creados durante la crisis actual. El 2 de marzo, veinticinco Estados miembros firmaron el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM que incorpora el Pacto Fiscal, por el que se comprometieron a trasladar a los marcos legales nacionales una regla de equilibrio presupuestario más estricta que la que ya existe en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y que favorece el equilibrio de las finanzas públicas a lo largo del ciclo. El Tratado entrará en vigor previsiblemente el 1 de marzo de 2013, cuando lo hayan

ratificado al menos doce de los diecisiete Estados miembros de la UEM. En esta línea de reforzar la función de vigilancia, la Comisión presentó el 14 de febrero su primer *Informe anual del mecanismo de alerta*, diseñado para detectar y corregir situaciones de riesgo en el ámbito macroeconómico y que dará lugar, en los próximos meses, a un examen a fondo por parte de la Comisión de los países identificados. Por su parte, el 30 de marzo, el Eurogrupo decidió reforzar la capacidad de préstamo de los actuales mecanismos de gestión de crisis (véase recuadro 2).

En el frente fiscal, el deterioro generalizado de las finanzas públicas durante la crisis ha convertido la consolidación fiscal en la principal prioridad de política económica en aquellos países que han venido experimentando mayores dificultades. En un contexto en el que los ajustes requeridos son muy elevados en varios casos, es esencial que las medidas que se habrán de implementar se diseñen con vistas a garantizar la capacidad de crecimiento a largo plazo de las economías al tiempo que se trata de minimizar sus inevitables efectos de corto plazo. El Consejo Europeo de marzo estableció las líneas estratégicas a este respecto.

3.1 Evolución económica

Según los datos de Contabilidad Nacional del área del euro, el PIB se redujo un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2011, tras haber aumentado un 0,1 % tres meses antes, configurándose, así, un segundo semestre de 2011 de fuerte desaceleración (véase cuadro 1). La contracción afectó a todos los componentes de la demanda interna, mientras que la demanda exterior neta experimentó una contribución positiva al PIB como consecuencia de que las exportaciones se redujeron menos de lo que lo hicieron las importaciones. En este contexto, el empleo sufrió una caída adicional del 0,2 % respecto al trimestre anterior, que se tradujo en la primera tasa interanual negativa desde 2010 (véase gráfico 8). El retroceso del PIB fue generalizado entre los países grandes de la UEM, con la excepción de Francia, que registró un crecimiento moderado. En el promedio del año, el conjunto del área avanzó un 1,5 % (1,9 % en 2010), aunque las diferencias entre países fueron notables, destacando la fortaleza de Alemania y Austria y, en menor medida, de Francia, frente al modesto dinamismo de España e Italia y la recesión en los países con programa, especialmente Grecia y Portugal.

La información coyuntural más reciente sugiere algunos signos de estabilización de la actividad en un nivel bajo (véase gráfico 9). Desde el lado de la oferta, la producción industrial se incrementó ligeramente en enero y febrero, pero los nuevos pedidos industriales mantuvieron un tono muy débil en este inicio del año. Por su parte, los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras referidos a la industria y los servicios continúan en niveles inferiores al umbral teórico de expansión tras aumentar en el conjunto del primer trimestre y experimentar un cierto retroceso en marzo. La construcción, pese a las ligeras mejoras respecto al cuarto trimestre, mantiene el tono de extrema debilidad. En el ámbito laboral, los indicadores de expectativas de creación de empleo en la industria y los servicios frenaron algo el deterioro registrado en el trimestre anterior, mientras que la tasa de paro volvió a incrementarse una décima en febrero, hasta el 10,8 %.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo mostraron un tono muy débil, similar al de los últimos meses de 2011. Así, las mejoras de las ventas minoristas con las que se inició el año no se consolidaron en febrero y la confianza de los consumidores continuó por debajo de la media histórica. Por su parte, la matriculación de automóviles y la disposición para la compra de bienes duraderos mantuvieron un tono muy deprimido en el transcurso del trimestre. En general, la debilidad de la renta real, consecuencia

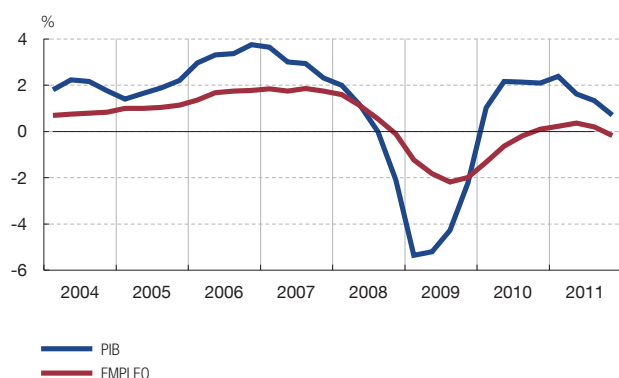
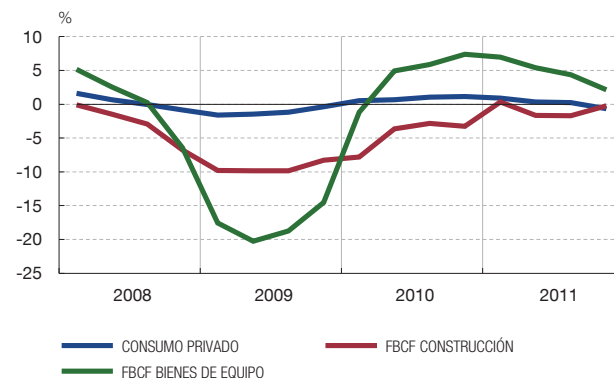
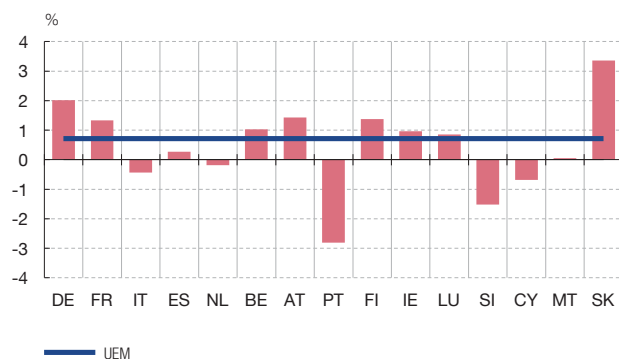
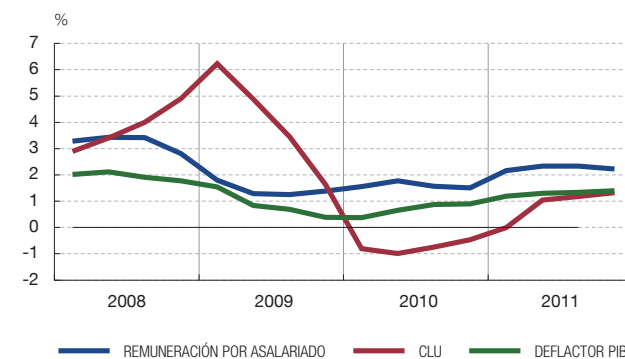
	2010		2011				2012	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,4	0,3	0,7	0,1	0,1	-0,3		
Consumo privado	0,3	0,4	0,0	-0,5	0,2	-0,5		
Consumo público	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,3		
Formación bruta de capital fijo	0,1	-0,5	1,6	-0,2	-0,2	-0,5		
Importaciones	1,6	1,5	0,7	0,4	0,7	-1,4		
Exportaciones	2,1	1,5	1,3	1,2	1,4	-0,4		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,2	0,2	0,3	-0,3	0,0	-0,4		
Variación de existencias	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,3		
Demanda exterior neta	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4		
PIB (tasa de variación interanual)	2,1	2,1	2,4	1,6	1,3	0,7		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalida	0,8	1,8	1,1	0,2	0,7	-2,0	-0,6	
Sentimiento económico	101,9	105,3	106,9	105,2	98,4	93,6	94,1	
PMI compuesto	55,7	54,9	57,6	55,6	50,3	47,2	49,6	
Empleo	0,0	0,2	0,0	0,2	-0,2	-0,2		
Tasa de paro	10,1	10,1	10,0	10,0	10,2	10,5	10,8	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	1,9	2,2	2,7	2,7	3,0	2,7	2,7	
IPRI	4,3	5,4	6,8	5,9	5,8	4,3	3,6	
Precio del petróleo (valor en dólares)	78,4	92,3	115,4	114,9	114,8	108,7	126,8	121,6
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,5	4,1	4,6	4,4	4,0	4,1	3,3	3,4
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-1,01	-0,78	-1,14	-1,30	-2,06	-2,17	-1,12	-1,39
Tipo de cambio dólar/euro	1,365	1,336	1,421	1,445	1,350	1,294	1,336	1,309
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-6,3	-8,2	3,4	3,7	0,7	-2,1	0,9	-0,4
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-7,4	-5,8	4,2	2,0	-22,0	-17,1	6,9	-1,4

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

a Información disponible hasta el día 19 de abril de 2012.

b Variación porcentual acumulada en el año.

de la fragilidad del mercado de trabajo y el aumento de la inflación, está limitando el potencial impulso del consumo privado sobre el crecimiento del PIB. En un contexto en el que varios países del área están llevando a cabo importantes esfuerzos de consolidación fiscal, no es previsible tampoco un fortalecimiento del consumo o la inversión públicas. Por lo que respecta a los indicadores de inversión privada, cuya evolución aparece muy condicionada por el comportamiento de la demanda externa, el grado de utilización de la capacidad productiva, aunque continúa por debajo de su media histórica, avanzó ligeramente tras la interrupción observada desde mediados de 2011, y la cartera de pedidos experimentó un nuevo deterioro en el promedio del trimestre. Finalmente, como dato positivo, la información procedente de la balanza comercial sugiere un incremento de las exportaciones para el período de enero-marzo, en línea con la mayor fortaleza del comercio mundial. Muestra de ello es el superávit comercial registrado en febrero. Las expectativas de exportación recobraron fuerza a principios del año, aunque la cartera de pedidos exteriores siguió sin despegar, tras los malos resultados de los últimos meses del año.

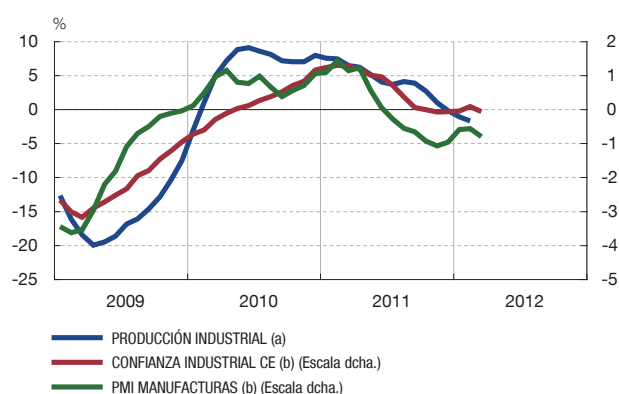
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanualCONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanualTASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Cuarto trimestre de 2011SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual

FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

En definitiva, los indicadores disponibles apuntan a un estancamiento o ligera contracción del PIB en la zona del euro en el primer trimestre del año (véase cuadro 1). Más a medio plazo, las previsiones más recientes publicadas por diferentes organismos internacionales y analistas privados mantienen un escenario central de leve recesión en el conjunto de 2012, compatible con una cierta recuperación en la segunda parte del año, impulsada por el tono acomodaticio de la política monetaria, el despliegue del amplio conjunto de medidas extraordinarias adoptadas en diferentes frentes para restablecer el normal funcionamiento del sistema financiero y mejorar la confianza en el área del euro y la mayor fortaleza del comercio mundial. En sentido contrario, el proceso de ajuste de los balances en el que están inmersos los sectores financieros y no financieros y el alto desempleo en algunos países de la zona del euro pueden seguir lastrando el ritmo de crecimiento. En torno a este escenario central prevalecen riesgos a la baja, asociados, sobre todo, a posibles tensiones en los mercados de deuda de la zona del euro, su impacto en las condiciones de crédito y su posible extensión a la economía real, y —en el ámbito externo— a potenciales nuevos incrementos del precio de las materias primas.

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en marzo, coincidiendo con la registrada en los tres meses anteriores. Este dato fue compatible con una inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, que se estabilizó en el entorno del 1,9% durante el primer trimestre del año (véase gráfico 10). A corto plazo, es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% hasta principios de 2013, debido, principalmente, a los recientes aumentos en los precios de la energía y a las subidas en los impuestos. Más a

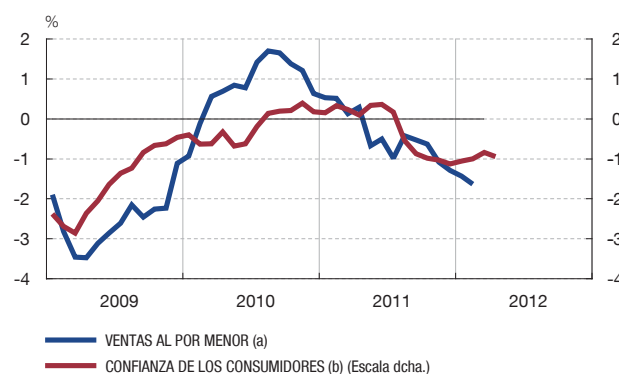
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



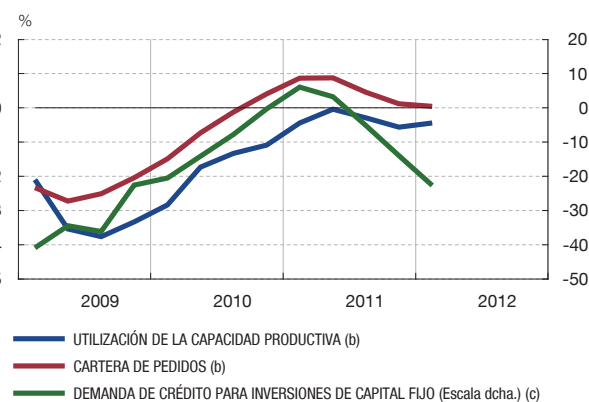
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



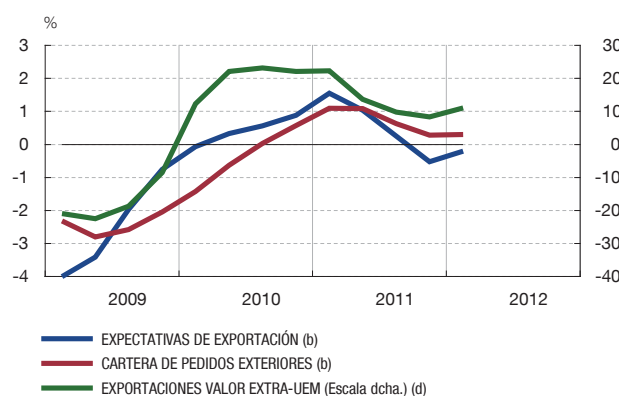
INDICADORES DE CONSUMO



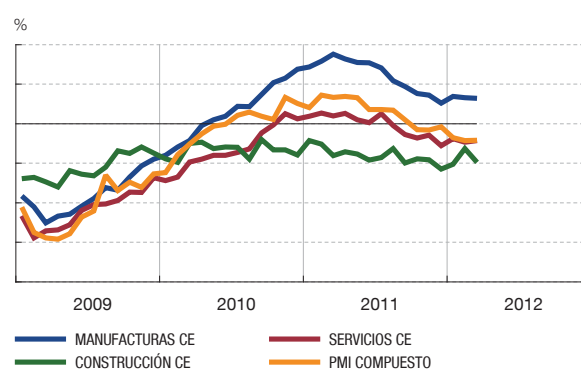
INDICADORES DE INVERSIÓN



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.

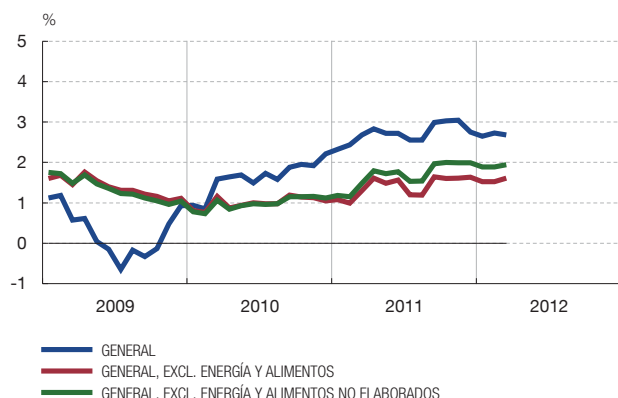
b Series normalizadas.

c Encuesta de préstamos bancarios. Indicador = porcentaje entidades que señalan aumento considerable + porcentaje entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.

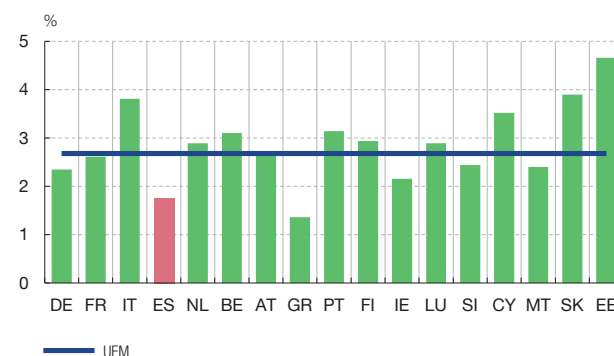
d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

medio plazo, sin embargo, las perspectivas existentes apuntan a que esta se situará en niveles compatibles con la estabilidad de precios, con riesgos que, en general, se consideran equilibrados (véase cuadro 2). Por su parte, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

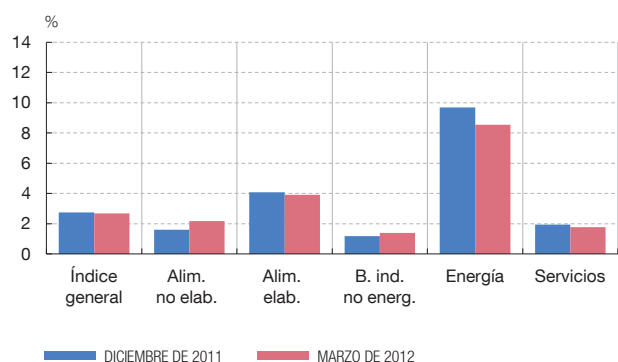
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



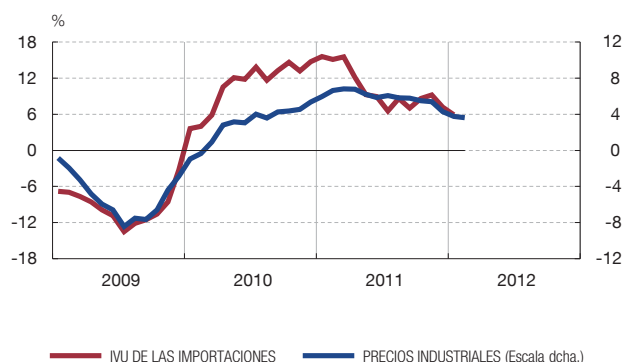
IAPC GENERAL
(Marzo 2012)



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

PREVISIONES DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UEM (a)

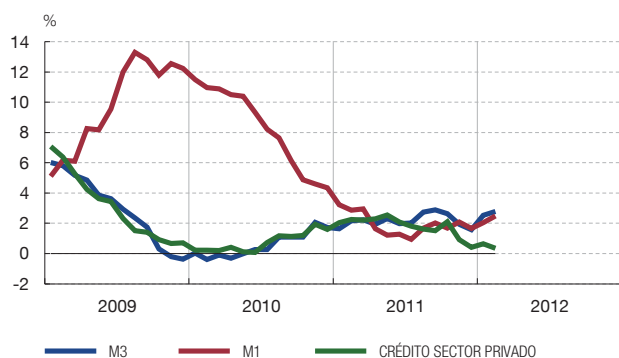
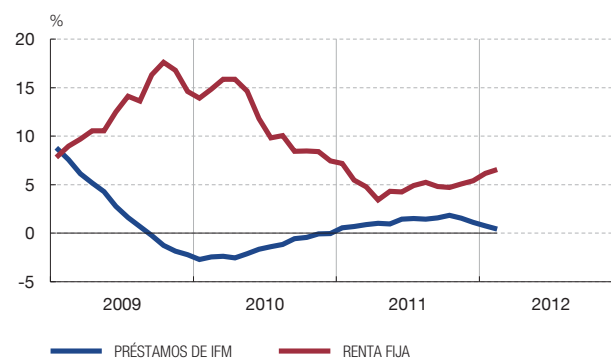
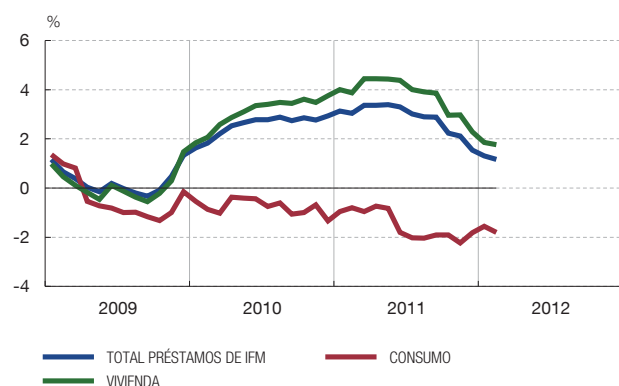
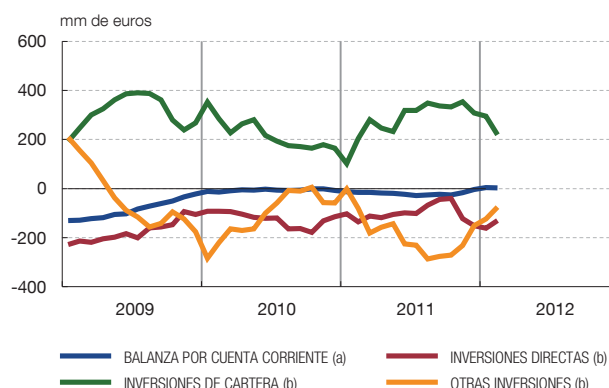
CUADRO 2

	2012		2013	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (marzo de 2012)	-0,5-0,3	2,1-2,7	0,0-2,2	0,9-2,3
Comisión Europea (febrero de 2012)	-0,3	2,1	1,3	1,6
FMI (enero de 2012)	-0,5	1,5	0,8	1,7
OCDE (noviembre de 2011)	0,2	1,6	1,4	1,2
Consensus Forecast (abril de 2012)	-0,4	2,3	0,9	1,7
Eurobarómetro (abril de 2012)	-0,3	2,3	0,9	1,8

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

a Tasas de variación anual.

La balanza por cuenta corriente de la UEM, de acuerdo con las estimaciones publicadas por el BCE, acumuló entre enero y febrero de 2012 un déficit de 16 mm de euros (un 1 % del PIB de la UEM), por debajo de los 22,3 mm de euros (1,5 % del PIB) observados en el mismo período del año anterior. Esta mejoría obedeció a que, con la excepción de la balanza de servicios, cuyo superávit disminuyó ligeramente, el resto de componentes mostró un comportamiento más favorable. Por su parte, en relación con la cuenta financiera

AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanualFINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanualFINANCIACIÓN DE HOGARES
Tasas de variación interanualBALANZA 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.

durante el mismo período, las salidas netas de capital en forma de inversión directa ascendieron a 11,7 mm de euros, tras los 32,4 mm de euros entre enero y febrero de 2011, mientras que, en forma de inversión de cartera, se produjo una salida neta de 25,3 mm de euros, frente a las entradas de 63,2 mm del mismo período del año anterior. Con todo, el saldo negativo de la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente, alcanzó los 53 mm de euros, tras el superávit de 8,5 mm registrado entre enero y febrero de 2011 (véase gráfico 11).

De acuerdo con las medidas recogidas en los presupuestos, el tono de la política fiscal para 2012 seguirá manteniendo un carácter marcadamente contractivo, previéndose tanto un nuevo descenso del déficit público para el conjunto del área como una acumulación más lenta de deuda pública (véase cuadro 3). En particular, y según las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2011, el déficit se situó en el 4,1 % del PIB en 2011 y, para 2012, se espera un 3,4 %, mientras que la deuda aumentará hasta el 90,4 % en este año. Este comportamiento agregado esconde notables diferencias entre los países de la zona del euro. En Grecia, el nuevo programa anticipa una reducción del déficit de 2 pp en 2012, hasta el 7,3 % del PIB, basada en ajustes del gasto farmacéutico, pensiones, inversión pública y defensa. Por su parte, en Portugal, los presupuestos para 2012 recogen nuevas medidas de consolidación para situar el déficit en el 4,5 % del PIB, entre las que destaca un nuevo recorte de los salarios públicos y de las pensiones. En Irlanda, tras la valoración

% del PIB

	2009	2010	2011			2012	
		PE (b)	CE (d)	FMI (c)	PE (b)	CE (d)	FMI (c)
Bélgica	-5,8	-4,1	-3,6	-3,5	-3,5	-4,6	-3,4
Alemania	-3,2	-4,3	-1,3	-1,7	-1,3	-1,0	-1,1
Estonia	-2,0	0,2	0,8	-0,1	0,2	-1,8	-2,3
Irlanda	-14,2	-31,3	-10,3	-10,3	-10,0	-8,6	-8,6
Grecia	-15,8	-10,6	-8,9	-8,0	-8,6	-7,0	-6,9
España	-11,2	-9,3	-6,6	-6,1	-6,0	-5,9	-5,2
Francia	-7,5	-7,1	-5,8	-5,9	-5,7	-5,3	-4,6
Italia	-5,4	-4,6	-4,0	-4,0	-3,9	-2,3	-2,4
Chipre	-6,1	-5,3	-6,7	-6,6	-6,5	-4,9	-4,5
Luxemburgo	-0,9	-1,1	-0,6	-0,7	-0,6	-1,1	-1,2
Malta	-3,7	-3,6	-3,0	-2,9	-2,8	-3,5	-2,9
Holanda	-5,6	-5,1	-4,3	-3,8	-4,2	-3,1	-2,8
Austria	-4,1	-4,4	-3,4	-3,5	-3,6	-3,1	-3,2
Portugal	-10,1	-9,8	-5,8	-5,9	-5,9	-4,5	-4,5
Eslovenia	-6,1	-5,8	-5,7	-6,2	-5,5	-5,3	-4,7
Eslovaquia	-8,0	-7,7	-5,8	-4,9	-5,8	-4,9	-3,8
Finlandia	-2,5	-2,5	-1,0	-1,0	-1,1	-0,7	0,3
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,5		-1,3	-1,5		-0,3	-0,3
Saldo total	-6,4	-6,2	-4,3	-4,1	-4,0	-3,4	-3,1
Deuda pública	79,3	85,6	88,0	88,6	87,6	90,4	90,0

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

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

b Notificación del procedimiento de déficit excesivo de otoño de 2011.

c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de septiembre de 2011.

d Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2011.

positiva de la UE y el FMI en el contexto del programa de asistencia financiera, más de la mitad de las medidas de consolidación fiscal de 2012 recaen en reducciones del gasto, y el resto, en aumentos del IVA y de algunos precios administrados. De forma similar, las medidas anunciadas para este año en Italia incluyen una reforma de las pensiones y aumentos de los impuestos indirectos con el objetivo de ahorrar 1,3 pp del PIB en 2012. Por el contrario, los resultados de las cuentas de las AAPP en Alemania han sido mejores de lo esperado, debido a la favorable evolución de los ingresos, mientras que en Francia el Gobierno ha aprobado un paquete de medidas de apoyo al empleo y la competitividad, neutrales en términos presupuestarios.

A lo largo del mes de abril, los Estados miembros deberán presentar a la Comisión Europea los programas de estabilidad en los que se detallan sus planes presupuestarios a medio plazo. Los países con un procedimiento de déficit excesivo abierto, en la actualidad todos los de la UE con la excepción de Finlandia, Luxemburgo, Estonia y Suecia, también tienen que especificar las medidas que van a tomar para su corrección en el horizonte temporal previsto en cada caso.

Finalmente, en los últimos meses, se han dado pasos en la reforma de la gobernanza económica del área del euro que reflejan un mayor compromiso de los países miembros para avanzar hacia una mayor coordinación de las políticas económicas nacionales en

consonancia con el alto nivel de interdependencia de sus economías. En particular, tras la firma, el 2 de marzo, del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM que incorpora el Pacto Fiscal que los jefes de Estado y de Gobierno habían acordado el 9 de diciembre, los Estados miembros se comprometieron a introducir, en el transcurso de un año y preferentemente a nivel constitucional, una regla de presupuesto equilibrado y un mecanismo de corrección automático a nivel nacional. En la práctica, ello supone un fortalecimiento de la norma presupuestaria sobre lo que se había acordado en el procedimiento de déficit excesivo dentro del PEC y es una importante autolimitación de los Gobiernos respecto a los criterios de la deuda y del déficit. El Tratado contiene, además, el compromiso de profundizar en la coordinación económica, institucionalizándose, para ello, reuniones específicas de la eurozona. En la reunión del ECOFIN del 21 de febrero, se llegó a un importante acuerdo sobre la incorporación, previsiblemente en verano, de dos nuevas propuestas legislativas en materia de supervisión presupuestaria y una mayor vigilancia de los países de la eurozona. La primera prevé la alineación de los calendarios para la preparación de los presupuestos nacionales para ser evaluados a nivel europeo antes de su aprobación definitiva, y la segunda prevé aumentar la vigilancia de los países con dificultades en términos de estabilidad financiera. Además, el 14 de febrero, la Comisión publicó su primer informe sobre el Mecanismo de Alerta en el marco del nuevo Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, de tal forma que, dejando al margen los países con un programa de asistencia financiera, otros doce deberán ser objeto de una revisión en profundidad para determinar si presentan desequilibrios que requieren acciones adicionales. Por último, se ha adelantado en un año la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad, y el 30 de marzo se reevaluó la idoneidad del tope global, decidiéndose su ampliación, al tiempo que se acordó acelerar los pagos del capital pendiente (véase recuadro 2).

Por último, en el Consejo Europeo de marzo, se establecieron de forma conjunta, dentro del nuevo marco del Semestre Europeo, las líneas estratégicas para el diseño de las respectivas políticas económicas y presupuestarias nacionales y se resaltó la necesidad de adoptar reformas estructurales para reavivar el crecimiento y el empleo. Por un lado, para compatibilizar la consolidación fiscal con un programa de crecimiento económico y del empleo, se señalaron diferentes enfoques, entre los que destacan: el diseño de unas prestaciones por desempleo que incentiven en mayor medida la búsqueda de empleo, la lucha contra la evasión y el fraude fiscal y compatibilizar la contención presupuestaria con el mantenimiento de la inversión en educación, investigación y desarrollo y en innovación. Por otro lado, se analizaron formas para mejorar la competitividad, destacándose experiencias positivas como la reducción de la carga fiscal del empleo, en especial para las rentas bajas; la apertura de los sectores protegidos, como los servicios profesionales y el comercio al por menor; la mejora del entorno empresarial, y la reducción de las barreras administrativas y la extensión de la Administración electrónica. También se resaltó la necesidad de aprovechar plenamente el Mercado Único.

3.2 Evolución monetaria y financiera

La relajación de las tensiones en los mercados de deuda soberana durante el primer trimestre de 2012 se reflejó de forma generalizada en los mercados financieros, que experimentaron en el conjunto del período una reducción de la volatilidad en el precio de los activos, una mejora en las condiciones de financiación en los mercados de capitales y una recuperación de los índices bursátiles y del tipo de cambio del euro. No obstante, en abril se han reproducido episodios de inestabilidad que respondieron a elementos idiosincrásicos y que afectaron de forma particular a Italia y, sobre todo, a España. A nivel más general, además de los progresos que se han seguido produciendo en el área de gobernanza, dos fueron los elementos más específicos que contribuyeron a revertir en buena medida la situación de grave

La crisis de la deuda soberana en el área del euro ha suscitado una respuesta de largo alcance por parte de las autoridades económicas, que ha requerido combinar actuaciones tanto a nivel nacional como del área en su conjunto. A este último nivel, las acciones se han centrado a su vez en dos frentes interdependientes: por un lado, el reforzamiento de la gobernanza del área del euro y, por otro, la creación de mecanismos de gestión y resolución de crisis no previstos en el Tratado para proporcionar asistencia financiera a los Estados miembros en dificultades, incorporando algunos elementos de solidaridad y mutualización de riesgos. En relación con este último, las autoridades europeas han establecido, primero como fórmula transitoria, la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y, después, ya como un dispositivo permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

El proceso de negociación que desembocó en la creación de la FEEF y el MEDE ha sido prolongado y difícil, ya que el diseño de estos mecanismos plantea cuestiones políticamente delicadas de *riesgo moral* (*moral hazard*), así como de reglas de reparto *ex ante* de las cargas financieras (*burden sharing*) que implicaría la materialización de los riesgos financieros asumidos. Desde el primer momento, hubo consenso en que debería combinarse una estricta condicionalidad, basada en programas ambiciosos de consolidación fiscal y de reformas estructurales que facilitasen el crecimiento a medio plazo, con la potencia financiera suficiente para proporcionar los recursos necesarios, que pueden alcanzar una magnitud elevada, cuando uno o más países los requieran. En cambio, las opiniones sobre el peso relativo que debía asignarse a cada

uno de estos componentes tardaron en converger. En su diseño inicial, la FEEF tendió a ponderar más el primero de ellos, de manera que el dispositivo parecía concebido para afrontar problemas de liquidez localizados, que se solventarían mediante la concesión de préstamos en condiciones no concesionales. Pero el carácter sistémico que fue adquiriendo la crisis puso de manifiesto la necesidad de incrementar su potencia, flexibilizar su operatividad y suavizar las condiciones de la asistencia financiera.

El proceso, que ha requerido modificaciones del Tratado de la Unión Europea, culminó con la firma del Tratado del Mecanismo Europeo de Estabilidad (en lo sucesivo, el Tratado) el 2 de febrero de 2012. El MEDE, cuyas principales características se recogen en el cuadro adjunto, se configura como una institución financiera supranacional, cuyo propósito es proporcionar asistencia financiera a aquellos países del área del euro que sufran o se vean amenazados por dificultades financieras de carácter grave, siempre que ello sea indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. El Tratado entrará en vigor una vez que sea ratificado por los países de la UEM que representen al menos un 90 de la participación de capital, lo cual se espera que haya ocurrido en julio de 2012.

Este mecanismo dispondrá de la flexibilidad operativa que se otorgó a la FEEF en la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de julio de 2011. En particular, el MEDE podrá conceder asistencia financiera con carácter precautorio para solventar problemas de liquidez en países con fundamentos económicos sólidos, adquirir

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

Estructura de capital	Capital desembolsado: 80 mm de euros. Se hará efectivo en 5 tramos: los dos primeros, en julio y octubre de 2012; los dos siguientes, en 2013, y el último, en la primera mitad de 2014. Capital exigible: 620 mm de euros.
Distribución por países de las aportaciones de capital	En proporción a su participación en el capital del BCE, con una corrección a la baja transitoria para los países de menor renta.
Capacidad crediticia	Máximo de 500 mm de euros. Se fija en 700 mm de euros la capacidad crediticia conjunta del MEDE y la FEEF, cuyos derechos, obligaciones y compromisos irán siendo transferidos al MEDE hasta la total desaparición de aquella.
Instrumentos de asistencia financiera	Préstamos. Líneas de crédito (con carácter precautorio). Préstamos otorgados específicamente para la recapitalización de entidades financieras. Adquisiciones de títulos de deuda pública en los mercados secundarios y primarios.
Coste y plazo de la asistencia financiera	El tipo de interés se establecerá de modo que se cubran sus costes financieros y operativos, y se garantice un margen adecuado. El plazo podrá extenderse hasta los 30 años.
Operaciones de endeudamiento	El MEDE podrá endeudarse en los mercados de capitales con bancos, instituciones financieras y otras instituciones o personas.
Órgano rector principal	Consejo de Gobierno, formado por los ministros de Economía y Finanzas de los países miembros del MEDE.
Procedimientos de toma de decisiones	Por mutuo acuerdo del Consejo de Gobierno, definido como unanimidad de los participantes en la votación sin tener en cuenta las abstenciones. Se contempla un procedimiento de emergencia, que se empleará cuando la Comisión Europea y el FMI consideren que la asistencia financiera debe concederse con carácter urgente: en ese caso, las decisiones se tomarán por mayoría cualificada del 85 % de los votos.

FUENTE: Comisión Europea.

deuda soberana en los mercados primarios y secundarios, y facilitar a los Gobiernos préstamos destinados a la recapitalización bancaria. El Tratado contempla también la posibilidad de apalancamiento del MEDE. Una diferencia sustancial respecto a la FEEF es su estructura de capital, que le da mayor solidez y efectividad. En particular, frente a la estructura de garantías en cascada de la primera, la existencia de capital (tanto de una parte inicial desembolsada como de otra adicional exigible) hace que el MEDE sea menos vulnerable al riesgo de que la solicitud de asistencia financiera por parte de un Estado miembro pueda desencadenar sucesivas rebajas de calificaciones crediticias de sus socios que terminen repercutiendo en la del propio mecanismo.

El proceso de concesión de ayuda financiera por parte del MEDE se iniciará con la petición realizada por un Estado miembro ante el Consejo de Gobierno del mecanismo. Este encargará a la Comisión y al BCE que realicen valoraciones del riesgo para la estabilidad financiera del área del euro, de la sostenibilidad de las finanzas públicas del país en cuestión y de sus necesidades de financiación reales y potenciales. Sobre esa base, el MEDE decidirá si es preciso proporcionar asistencia financiera al Estado miembro. En caso afirmativo, encargará a la Comisión, en conjunción con el BCE y, en su caso, el FMI, la tarea de negociar y rubricar con el país un convenio de cooperación que incluya las condiciones a cuyo cumplimiento queda supeditada la concesión de la ayuda. Finalmente, el MEDE aprobará el acuerdo de asistencia, en el que se especificarán sus aspectos financieros.

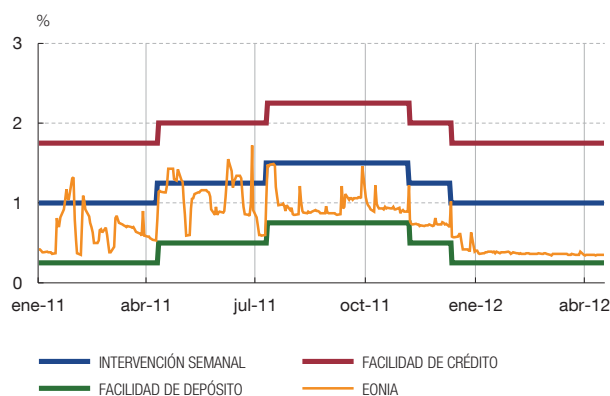
Las condiciones incorporadas en el convenio variarán en función de la severidad de las dificultades a que se enfrente el país y también del instrumento financiero empleado para la concesión de la ayuda. Así, si el apoyo financiero del MEDE se materializa en forma de préstamo, el Tratado obliga a fijar a una condicionalidad más estricta de la política económica, que se plasme en la aplicación de un profundo programa de ajuste económico. Cuando se

empleen otros instrumentos de asistencia —líneas de crédito, préstamos para recapitalizar bancos o compra de deuda pública—, la condicionalidad no adoptará necesariamente un grado tan elevado de exigencia y podrá limitarse al cumplimiento continuado de determinados criterios especificados en el convenio de cooperación. En cualquiera de los casos, el Tratado fija como requisito para el otorgamiento de la ayuda, a partir del 1 de marzo de 2013, que el país socorrido haya ratificado el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la UEM (conocido como *fiscal compact* y que constituye una de las herramientas para el fortalecimiento de la gobernanza en la UEM) e implementado la regla de presupuesto equilibrado contenida en el mismo.

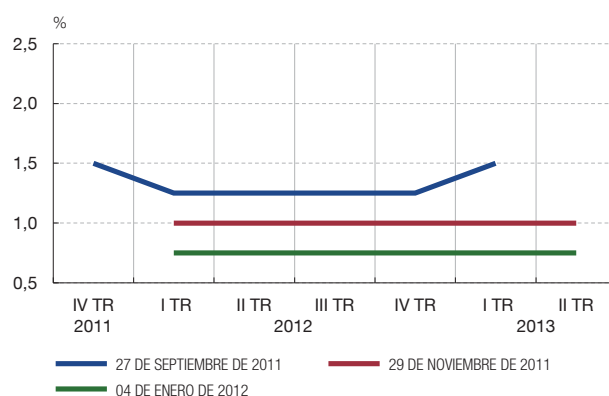
El MEDE cooperará estrechamente con el FMI, recabando su participación activa, tanto a nivel técnico como financiero, tal como ocurre en los programas de asistencia en vigor. El MEDE gozará de la condición de acreedor preferente por la financiación que conceda, si bien el FMI disfrutará de primacía frente a él. De acuerdo con la práctica habitual del FMI, se considerará en cada caso la participación de los acreedores privados en el marco de los programas de ayuda de modo que se garantice un reparto equilibrado de cargas entre aquellos y los contribuyentes. Esta participación podrá materializarse bien con el mantenimiento de modo voluntario de las tenencias de deuda pública del país implicado, bien a través de un proceso de renegociación de las condiciones de pago de la misma. Este proceso puede incluir una moratoria, una ampliación del vencimiento, una disminución del tipo de interés o un impago parcial. Para facilitar dicha negociación, el Tratado del MEDE obliga a la inclusión de las denominadas «cláusulas de acción colectiva» (CAC), a partir del 1 de enero de 2013, en los valores públicos con plazo de vencimiento superior a un año emitidos por los países de la UEM, de acuerdo con las cuales cualquier cambio en las condiciones de la deuda aceptado por una mayoría especificada de los tenedores será vinculante para todos ellos.

inestabilidad financiera que afectó al conjunto del área en la segunda mitad de 2011. En primer lugar, las decisiones de política monetaria del BCE, y en particular las dos operaciones de inyección de liquidez a tres años celebradas en diciembre del pasado ejercicio y febrero del actual, resultaron decisivas para reducir los riesgos de refinanciación que afrontaba el sistema bancario del área en un contexto de fragmentación de los mercados financieros. Y, en segundo lugar, la culminación con éxito del acuerdo de canje de bonos con los tenedores privados para reducir la deuda pública griega permitió la aprobación en marzo del segundo programa UE/FMI de ayuda a Grecia, con una dotación de 130 mm de euros para el período 2012-2015. Con ello se eliminó una de las fuentes de mayor incertidumbre que afectaba a la evolución de los mercados financieros. La reestructuración de la deuda griega se llevó a cabo finalmente con éxito y supuso una quita en términos del valor presente descontado próxima al 78 % para los acreedores privados, con una participación mayoritaria. Tras las medidas de calado adoptadas en diciembre, durante los primeros meses de 2012, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo la orientación expansiva de la política monetaria al considerar que los riesgos para el cumplimiento del objetivo de estabilidad

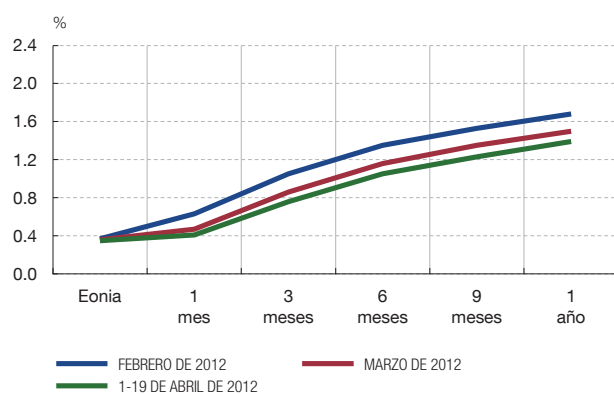
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



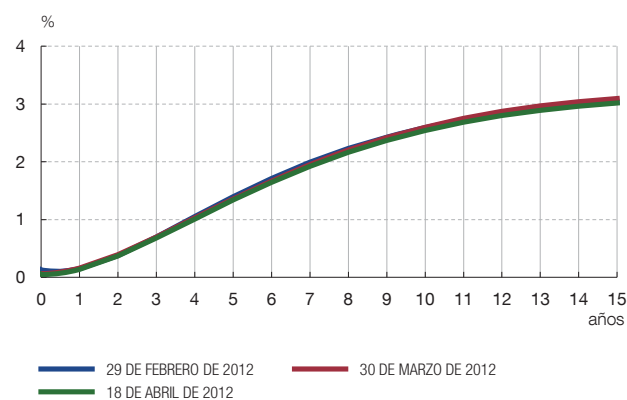
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



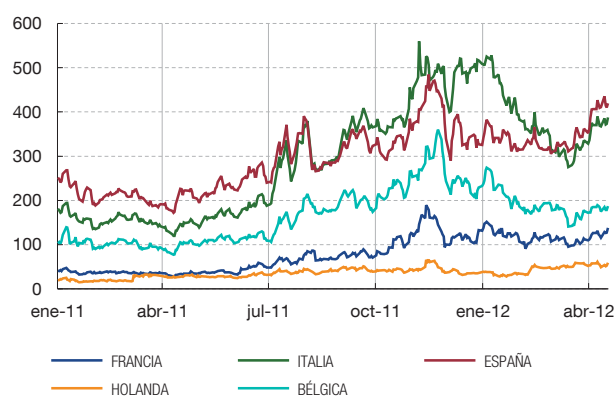
MERCADO INTERBANCARIO



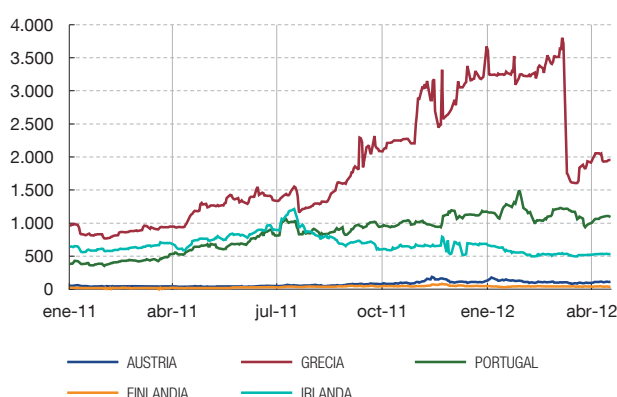
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

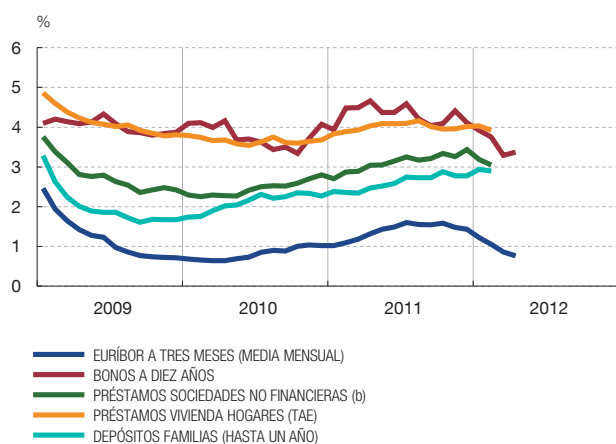


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

de precios estaban equilibrados y que resultaba improbable que pudieran surgir tensiones inflacionistas de precios y salarios en el actual contexto de debilidad económica. Así, el tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 1 %, y el de las facilidades de crédito y depósito, en el 0,25 % y el 1,75 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, en febrero aprobó los criterios específicos nacionales para admitir temporalmente otros préstamos como activos de garantía. En febrero tuvo lugar también la segunda operación

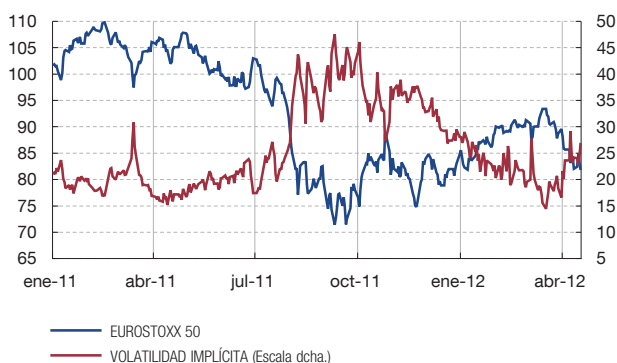
EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



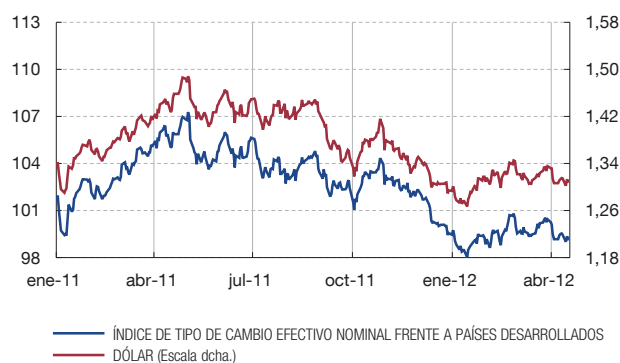
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



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.

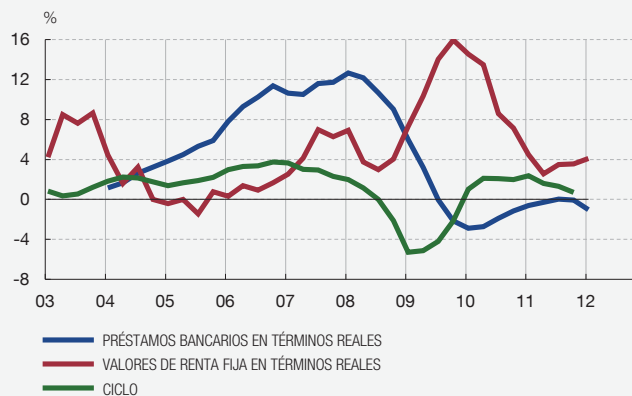
de financiación a tres años con adjudicación plena en la que participaron un total de 800 bancos. Esta subasta, junto a la primera, llevada a cabo el 21 de diciembre, ha aportado liquidez por un importe bruto de algo más de un billón de euros, o de algo más de 500 mm de euros en términos netos, destinada a solventar las dificultades de refinanciación con que se enfrentaba el sistema bancario a finales de 2011.

La mejora de las condiciones de financiación de la banca se vio reflejada, por un lado, en el incremento de la emisión de deuda no garantizada durante los meses de enero y febrero y, por otro, en la caída de sus costes de financiación a corto y largo plazo. Asimismo, en los mercados de deuda pública, los diferenciales respecto al *Bund* alemán se redujeron, inicialmente, de forma generalizada y las adquisiciones del BCE en el contexto del Programa para el Mercado de Valores se detuvieron (véase gráfico 12). La relajación inicial fue particularmente intensa en Grecia —tras la reestructuración de la deuda— y más gradual en Italia, en línea con los avances en materia de política fiscal y de reformas estructurales. En cambio, la prima de riesgo soberano se mantuvo relativamente estable en Portugal, ante las dudas sobre la necesidad de negociar un segundo rescate, y en España. A finales de marzo se produjo un súbito recrudecimiento de las tensiones, que afectó con especial intensidad a España, cuya prima de riesgo ha pasado a situarse de nuevo por encima de la italiana, revertiendo la tendencia que venía observándose desde los meses del verano.

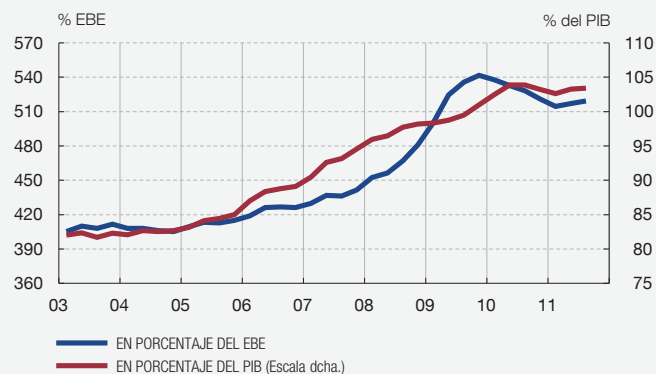
El crédito concedido a las sociedades no financieras (SNF) del área del euro inició una suave recuperación en 2010, ajustándose a su patrón cíclico de desfase —en torno a tres trimestres— con respecto a la actividad económica (véase gráfico 1). No obstante, la expansión fue moderada, con un ritmo de avance interanual que

alcanzó el 2 % en octubre de 2011. La demanda de financiación se vio favorecida por la incipiente mejora de la actividad económica y el tono acomodaticio de la política monetaria, si bien estos impulsos se vieron contrarrestados por la ausencia de relajación en las condiciones de oferta y por el alto endeudamiento de las

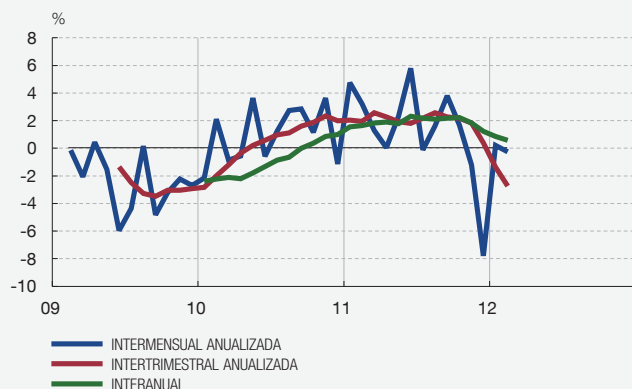
1 FINANCIACIÓN Y CICLO



2 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



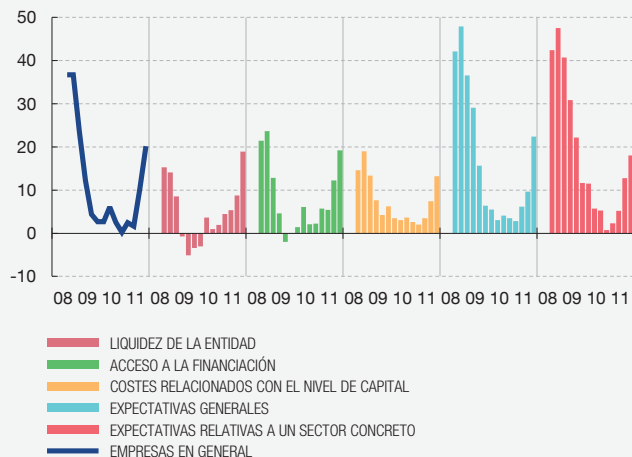
3 PRÉSTAMOS BANCARIOS



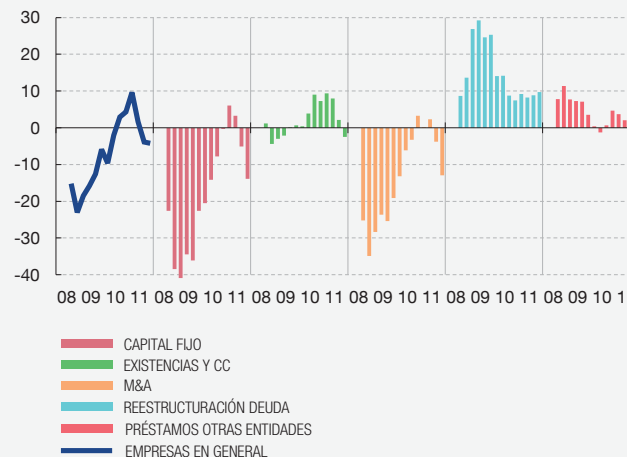
4 TIPOS BANCARIOS. NUEVOS PRÉSTAMOS



5 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS Y FACTORES DE OFERTA



6 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS Y FACTORES DE DEMANDA



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

empresas (véase gráfico 2). La débil recuperación de los préstamos bancarios fue acompañada por cierta desaceleración de las emisiones de bonos en los mercados, después de que el recurso a esta fuente de financiación alternativa fuera relativamente importante durante la crisis. La deuda instrumentada en emisiones de bonos por parte de las SNF creció un 5 % interanual en 2011, aunque son principalmente operaciones de grandes empresas y en el total del sector este instrumento solo representa un 10 % de la deuda viva, porcentaje que se ha elevado desde el 9 % en 2007.

La recuperación de la financiación de las sociedades no financieras en la UEM se truncó en el otoño de 2011. La tasa media intermensual de los préstamos bancarios durante el cuarto trimestre fue del -2,3 % en términos anualizados, lo que equivale a un flujo neto trimestral negativo de 30 mm de euros. El avance interanual de los préstamos se redujo hasta el 0,6 % en febrero de 2012, desde el 2 % en octubre de 2011. Este deterioro fue bastante generalizado por países, si bien una parte del flujo negativo podría ser temporal al recoger la caída de los contratos en algunos países por operaciones de balance de final de año y la sustitución por mayores emisiones en los mercados. Detrás del cambio de tendencia en la evolución de los préstamos a empresas, se encuentran factores de oferta y de demanda, difíciles de diferenciar, relacionados con el agravamiento de la crisis de la deuda soberana y su impacto sobre la situación de fragilidad del sistema bancario, la recaída en la actividad económica y el deterioro de las perspectivas macroeconómicas.

Así, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) correspondiente al tercer y cuarto trimestre de 2011, las condiciones crediticias que aplican los bancos a sus clientes acentuaron su carácter restrictivo en la segunda mitad de 2011, lo que previsiblemente se prolongaría en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 3). El endurecimiento de los criterios de aprobación fue más intenso en los plazos más largos y en las operaciones con grandes empresas. En general, la contracción de la oferta de crédito respondió, por un lado, al empeoramiento de las expectativas sobre la actividad económica y las circunstancias específicas de los distintos sectores y, por otro, al deterioro de la situación de capital y liquidez de los bancos en un contexto marcado por el

agravamiento de la crisis de deuda soberana en el área y por las dificultades para atender vencimientos voluminosos de deuda y unas exigencias de capital excepcionalmente más estrictas. Los márgenes aplicados en las nuevas operaciones crediticias aumentaron, como reflejo de la traslación de las tensiones soberanas al coste de los préstamos y del ajuste en la valoración del riesgo en línea con el deterioro de la actividad y el aumento de la incertidumbre (véase gráfico 4). El tipo de interés aplicado a las nuevas operaciones aumentó 21 pb en el último trimestre de 2011 (26 pb en los contratos de menos de un millón de euros), hasta situarse en el 3,5 %. La última información disponible de tipos de interés correspondiente a febrero muestra un nuevo tensionamiento en las operaciones de menor importe, particularmente relevante para las pymes.

Pero la debilidad de los préstamos en el último trimestre de 2011 y los primeros meses de 2012 refleja también una moderación en la demanda de fondos por parte de las SNF. Según la EPB, el elemento que podría haber contribuido en mayor medida sería el descenso en la petición de recursos para nuevas inversiones en capital fijo, factor cuya importancia se incrementó a finales de 2011 en consonancia con el deterioro de las perspectivas económicas. Igualmente hubo otros factores que propiciaron una reducción de la demanda, como la menor necesidad de financiación para inversión en existencias y capital circulante o para operaciones de fusiones y adquisiciones y el aumento de los recursos propios disponibles. Sin embargo, como ha ocurrido desde el inicio de la crisis, continuaron aumentando las solicitudes para la reestructuración de la deuda.

En resumen, la recuperación de los préstamos bancarios a las SNF del área del euro se ha paralizado en la última parte del año como consecuencia de factores de oferta y de demanda conectados con la situación financiera de la banca, la recaída en la actividad económica y el deterioro de las perspectivas macroeconómicas. La reducción de los tipos de interés oficiales por parte del BCE a finales de 2011, así como las medidas no convencionales introducidas para garantizar la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, están contribuyendo, no obstante, a limitar el alcance de algunos de estos factores.

En el mercado bursátil, la evolución ha sido pareja, con mejoras significativas al principio del ejercicio, que sin embargo empezaron a revertir en marzo, de tal forma que, en lo que va de año, el índice EUROSTOXX 50 acumuló una pérdida del 3,6 %, arrastrado por la intensa caída del IBEX 35 y, en menor medida, de la bolsa italiana (véase gráfico 13). En lo que va de año, el tipo de cambio del euro respecto al dólar se apreció un 1,2 %, en un contexto de menor volatilidad.

Los tipos de interés en el mercado interbancario continuaron la senda descendente iniciada a finales del pasado año. Los euríbor a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en el entorno del 0,74 % y 1,36 % en abril, niveles mínimos desde finales de 2010.

El diferencial del euríbor a un año con respecto a la rentabilidad de las operaciones *repo* se redujo de forma particularmente significativa, si bien se mantiene en niveles históricamente muy elevados, por encima de 100 pb. No obstante, la traslación de este descenso a los tipos en las operaciones de préstamos bancarios, ha sido, de momento, muy limitada.

Como recogió la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, la política crediticia de las entidades intensificó su carácter restrictivo en el último trimestre del año, proceso que, en función de las previsiones de las entidades colaboradoras, continuaría durante los primeros meses de 2012. La demanda de préstamos también se debilitó como consecuencia de la mayor incertidumbre y el deterioro de las condiciones macroeconómicas. En estas circunstancias, los préstamos bancarios a los hogares prolongaron su desaceleración, alcanzado un ritmo de avance por debajo del 1,8 % en febrero —en términos ajustados de titulizaciones y ventas—. Como se explica con más detalle en el recuadro 3, la debilidad fue más acusada en los préstamos concedidos a las empresas no financieras, cuyo ritmo de avance interanual se situó, en febrero, en el 0,6 %.

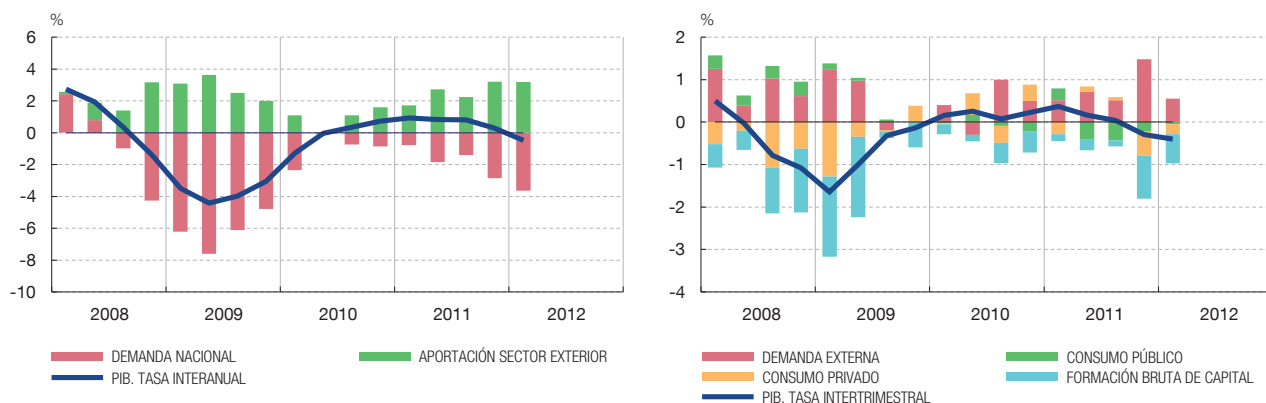
De acuerdo con la información actualmente disponible, todavía incompleta, se estima que la actividad económica se contrajo en el primer trimestre de 2012 en una magnitud ligeramente superior a la del cuarto trimestre del pasado año, de modo que el PIB registró una variación intertrimestral del $-0,4\%$ (véase gráfico 14). Las contribuciones de la demanda nacional y de la demanda exterior a esa tasa de variación mostraron el mismo signo que las observadas un trimestre antes, pero con una magnitud algo más atenuada. Así, la demanda nacional retrocedió con menor intensidad que en el período de octubre-diciembre ($-0,9\%$ intertrimestral, frente al $-1,7\%$), mientras que la contribución positiva de la demanda externa se moderó hasta 0,6 pp, 0,9 pp menos que lo registrado en el cuarto trimestre de 2011. En términos interanuales, el PIB volvió a caer, tras siete trimestres de subidas, presentando una tasa del $-0,5\%$, ocho décimas menor que la del período anterior.

El empleo descendió, de nuevo, con intensidad, con una tasa de caída intertrimestral ligeramente menos acusada que la del cuarto trimestre, lo que supone un descenso interanual cercano al 4% . Por otra parte, la remuneración por asalariado se desaceleró en el conjunto de la economía, lo que, junto con el elevado crecimiento de la productividad observado, condujo a una significativa disminución de los costes laborales unitarios. Los precios de consumo se moderaron cinco décimas entre diciembre y marzo, alcanzando el IPC una tasa interanual del $1,9\%$ en este último mes. El IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— disminuyó su tasa de crecimiento interanual en cuatro décimas, hasta el $1,2\%$. Estos desarrollos permitieron que la inflación española fuera en marzo nueve décimas inferior a la del área del euro, con ritmos de avance interanual de los precios en todos los principales componentes por debajo de los observados en la zona del euro.

4.1 Demanda

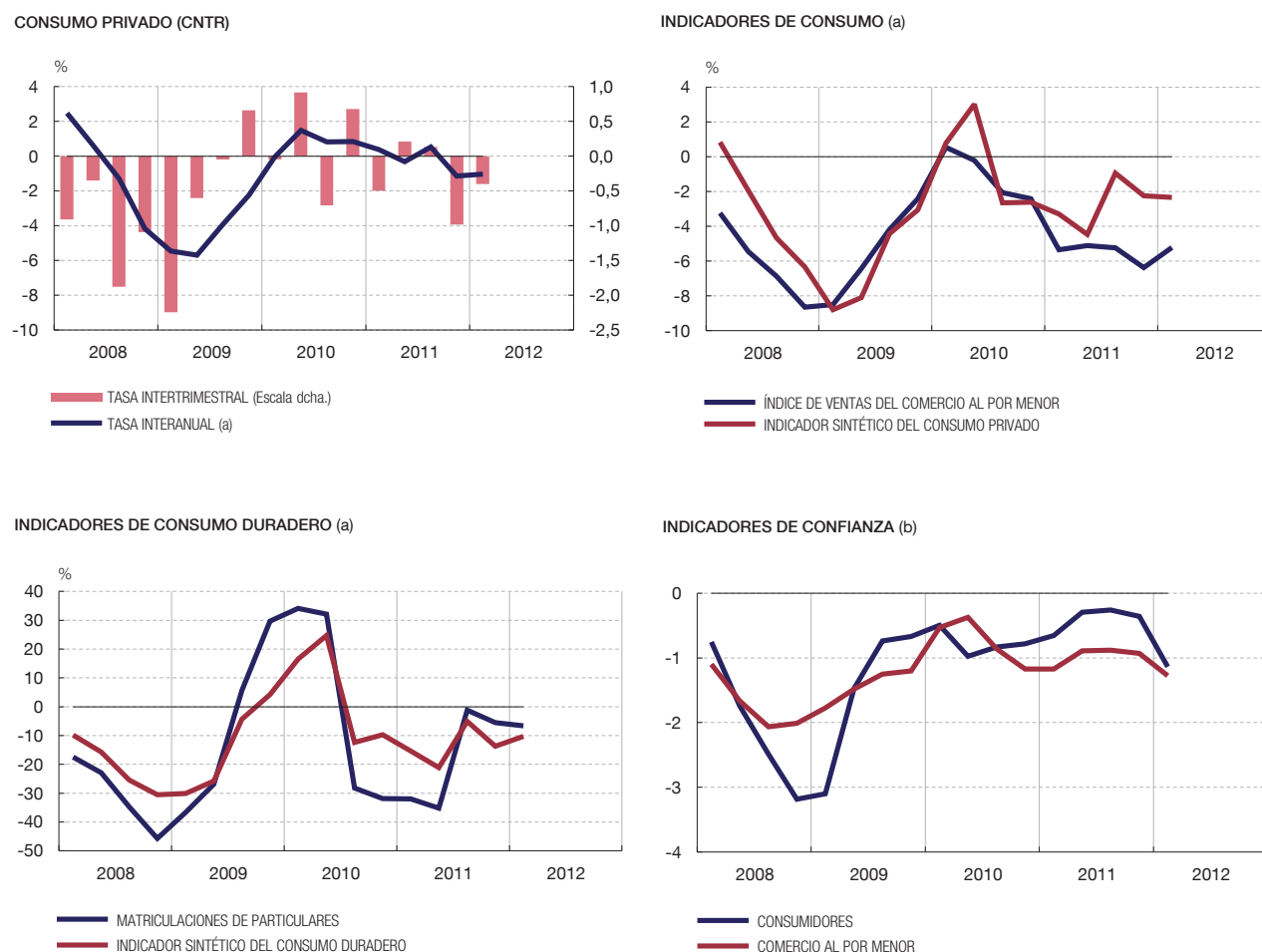
En el primer trimestre de 2012, el consumo de los hogares continuó mostrando una notable debilidad (véase gráfico 15). En concreto, se estima que este componente de la demanda experimentó un retroceso intertrimestral del $-0,4\%$. Esta evolución adversa se explica por el deterioro adicional que el mercado de trabajo viene registrando desde el otoño de 2011, la caída de la riqueza de las familias (tanto en su componente inmobiliario como en el que está materializado en instrumentos financieros), la entrada en vigor del aumento de los tipos impositivos del IRPF y, en general, el clima de mayor incertidumbre. Este último aspecto se reflejó en un retroceso del indicador de confianza de los comerciantes minoristas y, sobre todo, del de los consumidores, que, al cierre del primer trimestre, se situó en su nivel más bajo desde abril de 2009. En cuanto a los indicadores de naturaleza cuantitativa, las matriculaciones de automóviles particulares acrecentaron su descenso intertrimestral, calculado sobre la serie corregida de variaciones estacionales, hasta el $-4,8\%$. En tasa interanual, el retroceso aumentó en 1 pp, hasta el $-6,6\%$. Por su parte, las ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, indicador elaborado por la Agencia Tributaria, disminuyeron un $2,5\%$ en términos reales e interanuales, en el promedio de enero y febrero, descenso que es menos pronunciado que el del cuarto trimestre de 2011 ($-3,8\%$). La información del índice de comercio al por menor, también para el promedio de enero y febrero, arroja una evolución similar, con una caída del $5,3\%$, que es algo menos acusada que la observada en el trimestre final del pasado ejercicio.

En el conjunto de 2011, la renta de las familias en términos nominales mostró un moderado avance, de acuerdo con los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales ($0,4\%$).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

CONSUMO PRIVADO

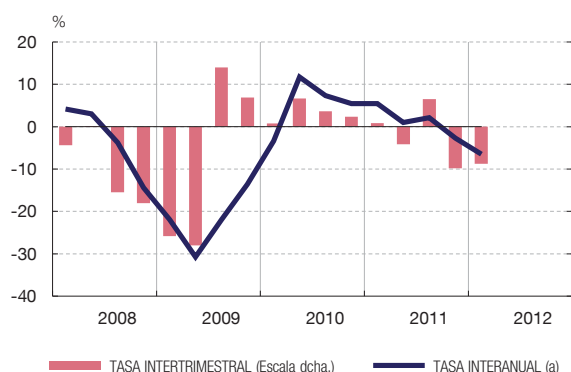


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

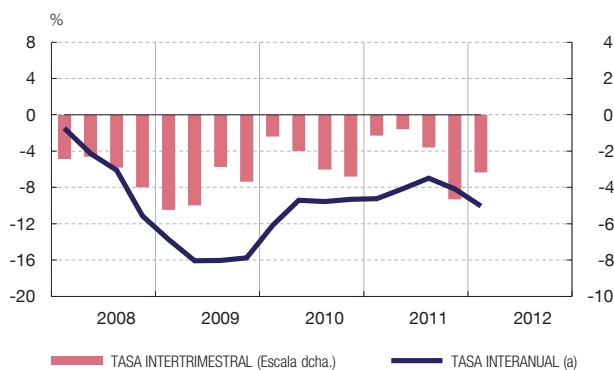
a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

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

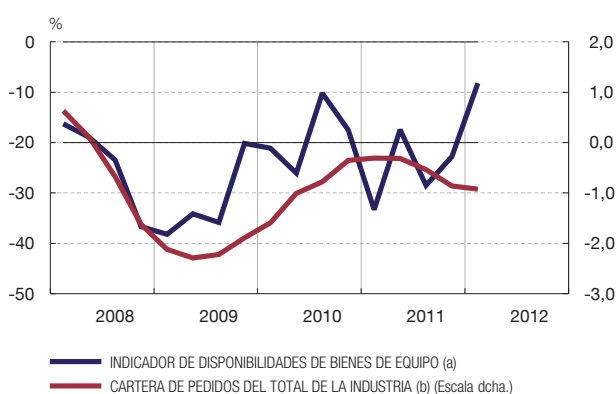
BIENES DE EQUIPO



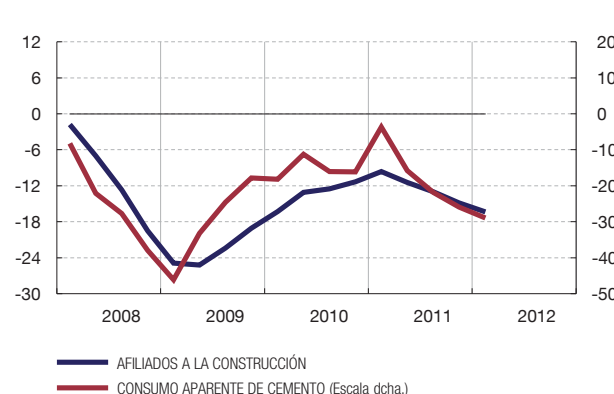
CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN (a)



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

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

Frente a este reducido avance de la renta nominal, el consumo de los hogares, medido asimismo en términos nominales, siguió aumentando, lo que determinó una nueva disminución de la tasa de ahorro del sector, hasta situarse en el 11,6 % de la renta disponible, 2,3 pp menos que en 2010. En 2011 la capacidad de financiación de los hogares —que mide la diferencia entre el ahorro y la inversión del sector— fue positiva por cuarto año consecutivo, aunque su nivel, del 2,3 % del PIB, fue 1,5 pp inferior al observado en 2010.

Por su parte, la inversión de bienes de equipo mantuvo en el primer trimestre del año una trayectoria descendente, con una caída en tasa intertrimestral del 3,5 %, similar a la observada en los últimos meses de 2011 (véase gráfico 16). Las peores perspectivas económicas en España, la desaceleración del comercio mundial y el recrudecimiento de las tensiones financieras son algunos de los factores que posiblemente han retraído la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Tanto la producción industrial de este tipo de bienes como las importaciones cayeron intensamente en el promedio de enero y febrero (-9,5 % y -17,2 %, respectivamente, en términos interanuales). Asimismo, las matriculaciones de vehículos de carga mostraron un alto ritmo de contracción en los primeros meses de 2012. También la confianza industrial se mantuvo en niveles reducidos en el período de enero-marzo —tanto en el conjunto del sector como en el segmento de bienes de equipo—, si bien no empeoró respecto al cuarto trimestre de 2011.

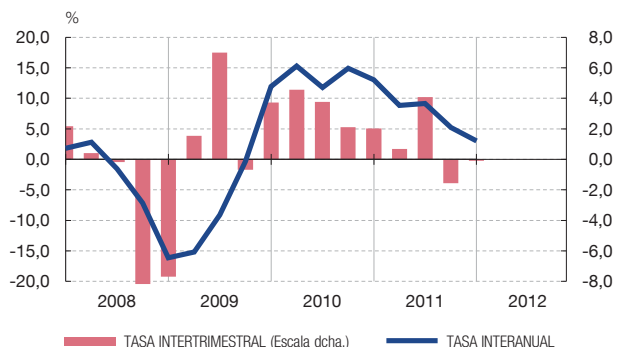
De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la capacidad de financiación de las empresas no financieras alcanzó el 1,6 % del PIB en 2011 (1 pp más que en 2010). Esta mejora se apoyó, fundamentalmente, en el excedente empresarial y podría ser indicativa de los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y por fortalecer su capacidad de autofinanciación ante las dificultades para obtener recursos ajenos. No obstante, en el último trimestre del año se interrumpió la trayectoria de mejora gradual observada a lo largo del año, con un menor ahorro debido al incremento de los impuestos pagados y de los dividendos distribuidos.

La inversión en construcción mantuvo la tónica contractiva de los últimos trimestres, asociada al proceso de ajuste en el segmento residencial y a la consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil. En los meses más recientes, los indicadores del conjunto del sector relativos al empleo presentaron retrocesos intertrimestrales similares a los del cuarto trimestre, mientras que los relativos a la utilización de consumos intermedios ralentizaron algo su ritmo de caída. Por tipo de obra, se estima que el ritmo de caída intertrimestral de la inversión residencial se desaceleró, si bien se prevé que este proceso de ajuste siga prolongándose en los próximos trimestres, dado el escaso avance observado a finales de 2011 en la reducción de la brecha entre viviendas terminadas e iniciadas. En cuanto a las transacciones realizadas, en el último trimestre del pasado año se vendieron en torno a 45.000 viviendas nuevas, un 22 % menos que a finales de 2010, si bien debe recordarse que este último dato fue anormalmente alto por la desaparición parcial de la desgravación fiscal a principios de 2011. Por su parte, la superficie visada en edificación no residencial continuó registrando una fuerte disminución en enero, al igual que la licitación oficial de obra civil. Por último, la aportación directa de las AAPP a la demanda nacional siguió siendo negativa en el primer trimestre, tanto por la contribución de la inversión como por el consumo público.

Pasando a la evolución del sector exterior, la última información disponible apunta a que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB se moderó en los tres primeros meses de este año, hasta 0,6 pp, con un ligero retroceso de las exportaciones y algo mayor de las importaciones. En términos interanuales, el ritmo de crecimiento de las ventas al exterior habría sido del 3 %, la mitad del observado a finales de 2011, mientras que las importaciones habrían descendido a una tasa cercana al 7,5 %, frente al -5,9 % del cuarto trimestre, con lo que, en términos interanuales, la demanda exterior neta mantuvo una aportación significativa al avance del PIB en el primer trimestre de 2012, de 3,2 pp (véase gráfico 17). La pérdida de dinamismo de las ventas al exterior observada en el último semestre se ha producido en un marco de desaceleración del crecimiento de los mercados mundiales; en especial, de los mercados españoles —por la debilidad de algunos países de la zona del euro— y a pesar de las ganancias de competitividad-precio de España, tanto frente al conjunto de países desarrollados como frente a la zona del euro.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes prosiguieron su desaceleración en los dos primeros meses del año, con un crecimiento del 0,8 % en tasa interanual, frente al 5,4 % observado en el cuarto trimestre de 2011. Por grupos de productos, las exportaciones de bienes intermedios fueron las más dinámicas, mientras que descendieron las ventas de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Por áreas geográficas, en términos nominales, las exportaciones destinadas a la zona del euro retrocedieron ligeramente en términos interanuales (-1,3 %) en el promedio de enero y febrero, lastradas por las caídas de las exportaciones a Portugal (-9 %) y a Italia (-8 %), y pese al incremento de las ventas a Alemania (cercanas al 8 %). En cambio,

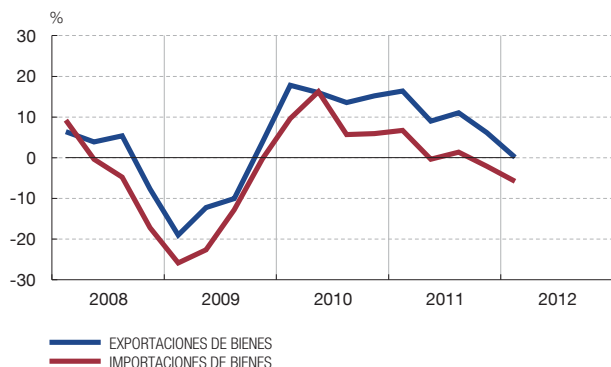
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



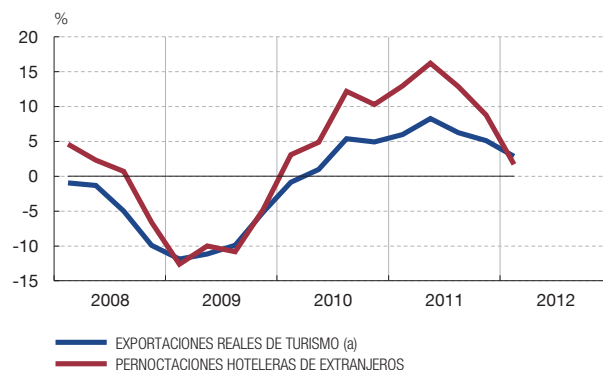
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



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

las exportaciones al resto de la UE y al resto del mundo presentaron tasas positivas (del 13 % y del 10 %, respectivamente).

En cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información disponible sugiere una cierta moderación, en términos interanuales, en el primer trimestre del año, debido al deterioro de las expectativas de crecimiento en los principales países emisores de turistas. Las entradas de turistas extranjeros y las pernoctaciones hoteleras aumentaron en tasa interanual en el período de enero-febrero (3,1 % y 3,6 %, respectivamente), pero por debajo de lo observado en el trimestre anterior. Por país de residencia, el balance de los principales mercados emisores fue negativo, dado que cayó el número de turistas procedentes de Alemania y apenas aumentó el de británicos. También el gasto nominal de los turistas registró un crecimiento interanual en los dos primeros meses del año (4,7 %), según EGATUR inferior al del último trimestre de 2011. La información de la Balanza de Pagos, con datos solo de enero, confirma la moderación del ritmo de crecimiento de los ingresos nominales. También se prevé que las exportaciones de servicios no turísticos se hayan desacelerado en el primer trimestre, en línea con la evolución de las exportaciones de bienes y del transporte internacional de pasajeros.

Las compras de bienes procedentes del exterior disminuyeron en el promedio de enero y febrero un 4,7 % en términos interanuales, de acuerdo con la información de Aduanas, retroceso que es algo más pronunciado que el experimentado en el último trimestre de 2011 (-3,1 %). Solo se observó un aumento interanual en las compras de bienes de consumo duradero (en particular, automóviles), mientras que el resto de componentes mostró descensos, especialmente acusados en el caso de las importaciones de bienes de equipo (-9 %). Por último, se prevé que las importaciones reales de servicios hayan intensificado su caída en el primer trimestre del año, con retrocesos tanto de las compras de servicios turísticos como del resto de servicios, en línea con la debilidad de la demanda interna.

4.2 Producción y empleo

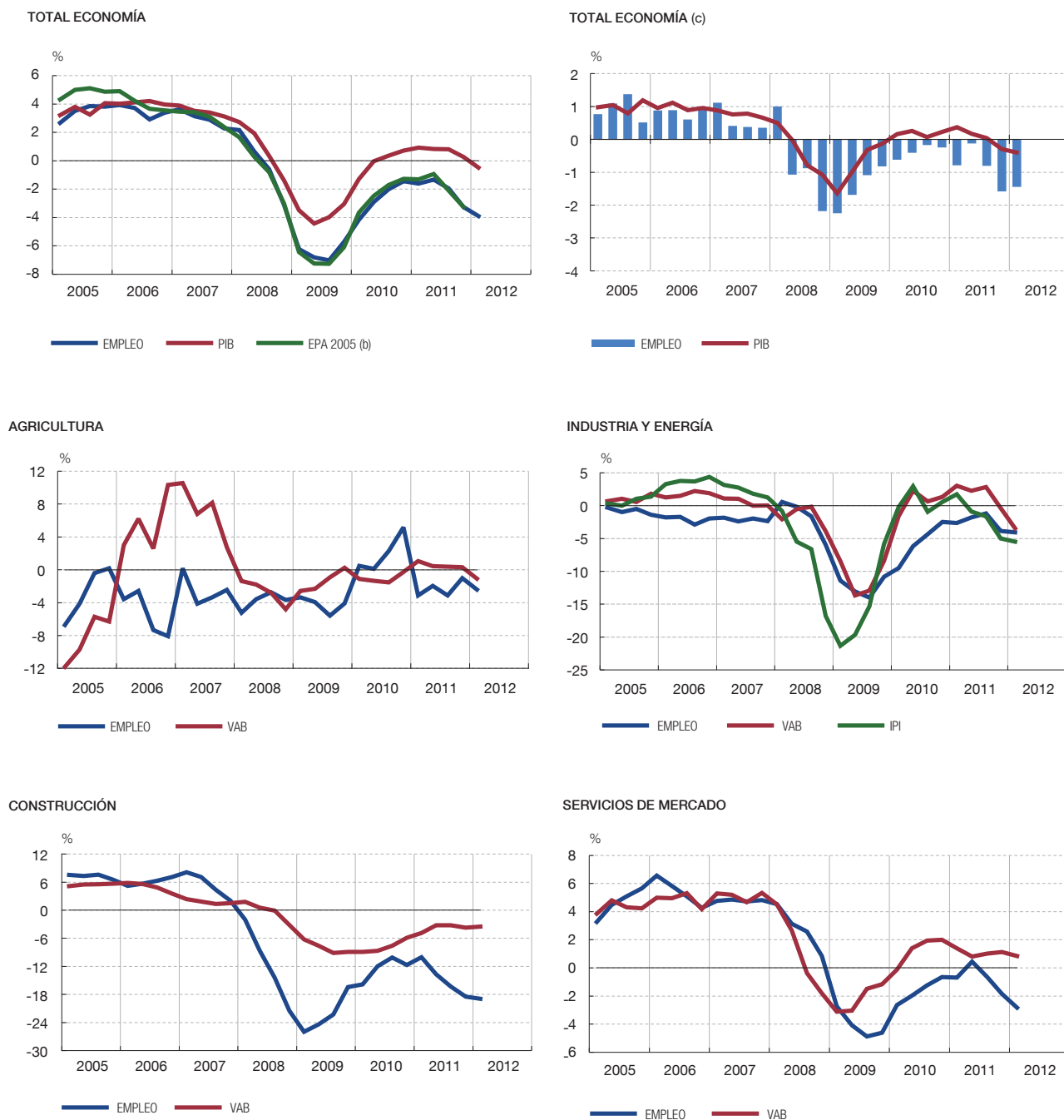
Durante el primer trimestre de 2012, el valor añadido bruto de la economía de mercado⁶ mantuvo prácticamente inalterado el tono contractivo del trimestre anterior. El flujo de indicadores relativos a la evolución de la actividad económica en los primeros meses del año apunta a una debilidad generalizada en todos los sectores productivos, si bien el ritmo de descenso podría haberse moderado ligeramente en la industria y la construcción, sector que, no obstante, continúa mostrando los descensos más acusados, mientras que se habría intensificado también moderadamente en los servicios de mercado (véase gráfico 18).

Por lo que se refiere a la actividad industrial, los indicadores disponibles referidos a los primeros meses del año sugieren, con la excepción de los relativos al empleo, una leve moderación del ritmo de caída intertrimestral. A pesar de su debilitamiento reciente, la demanda exterior habría contribuido a sustentar la producción del sector, que ha mostrado un comportamiento más dinámico en las ramas de bienes de consumo alimenticio e intermedios. Por su parte, el indicador PMI de manufacturas registró una ligera mejora, si bien se mantuvo claramente por debajo del nivel de 50, lo que se considera como indicativo de que el sector se encuentra en contracción. Esto se confirma con los datos de afiliación a la Seguridad Social, cuya caída interanual se aceleró a lo largo del trimestre.

Los indicadores disponibles referidos a los servicios de mercado sugieren que en el primer trimestre del año habría tenido lugar un pequeño retroceso intertrimestral del VAB de esta rama. Entre los indicadores cualitativos, aunque el índice PMI de servicios aumentó con respecto al trimestre anterior, se mantuvo por debajo del nivel de 50. El número de afiliados mostró descensos más acusados que los del cuarto trimestre, tanto en términos intertrimestrales como interanuales. Finalmente, el indicador de ventas de grandes empresas (con información de enero y febrero) y el de actividad del sector servicios (solo con datos de enero) registraron ritmos de descenso interanual sustanciales, con una debilidad más acusada en la rama de comercio.

En relación con el mercado de trabajo, la última información disponible de la EPA corresponde al último trimestre de 2011 y mostró un descenso interanual del empleo del 3,3 %, retroceso que superó en 1,2 pp al observado un trimestre antes. Esta evolución reflejó un deterioro generalizado por ramas de actividad y más acusado en la industria y en las ramas de servicios, incluidas las ramas de no mercado, en las que el empleo mostró por primera vez un descenso interanual. Como resultado, la tasa de paro finalizó 2011 en el 22,8 %, con un aumento de 2,5 pp respecto al cuarto trimestre de 2010.

⁶ La Contabilidad Nacional Trimestral (base 2008) no proporciona estimaciones del agregado denominado *economía de mercado*. Esta rama se aproxima excluyendo del total de la economía los servicios asociados a las actividades de educación, defensa, sanidad y servicios sociales, seguridad social obligatoria y Administraciones Públicas.



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.

La información más reciente corresponde a los indicadores mensuales de afiliación, paro registrado y contratación referidos al primer trimestre, que apuntan a una prolongación de la evolución negativa observada desde mediados de 2011. Se estima que la caída intertrimestral de los afiliados a la Seguridad Social en los tres primeros meses del año fue del -0,9%, magnitud similar a la observada en el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 18). En términos de la tasa interanual, la caída de la afiliación fue del 2,6%, siete décimas superior a la del trimestre anterior. Por ramas de actividad, el deterioro de la afiliación en los tres primeros meses

del año fue generalizado, pues refleja una destrucción neta de empleo en términos interanuales en todas ellas, salvo en los servicios comprendidos en el sector de Administraciones Públicas⁷, que mostraron un avance prácticamente nulo. La construcción siguió siendo la rama con las mayores caídas de empleo. El retroceso de la afiliación siguió concentrándose en mayor medida en los colectivos de trabajadores extranjeros y afiliados por cuenta ajena.

Asimismo, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) tuvo una evolución desfavorable en el primer trimestre del año. El descenso interanual del número de contratos se intensificó en 5 pp, hasta el -7,8 %. La caída de la contratación temporal se acrecentó hasta el 6,7 %, frente a una ligera moderación en el abultado descenso de los indefinidos, lo que permitió que su peso en el total se elevara hasta el 9,6 %, 4 pp más que al concluir 2011, cuando se alcanzó el mínimo desde mayo de 1997. Resulta aún demasiado prematuro asociar esta evolución a los efectos de la reforma laboral aprobada mediante el Real Decreto Ley 3/2012, de febrero de este año, ya que, en particular, no se dispone de información desagregada que permita valorar la utilización del nuevo contrato indefinido dirigido a pequeñas y medianas empresas⁸. Por otro lado, la contratación a tiempo parcial siguió mostrando un mayor empuje que la modalidad a tiempo completo, con un crecimiento interanual del 1,5 % en el primer trimestre del año.

Finalmente, los parados registrados en el SEPE volvieron a aumentar sustancialmente a lo largo del primer trimestre del año —en casi 290.000 personas—. Esto se tradujo en una aceleración del ritmo de avance interanual de ese colectivo hasta el 9,2 %. Esta evolución del desempleo sería compatible con una tasa de paro, según la EPA, en el entorno del 24 % en el primer trimestre de 2012, a pesar del ligero retroceso que se prevé en la tasa de actividad, como consecuencia de las salidas netas de inmigrantes y del comportamiento del colectivo masculino.

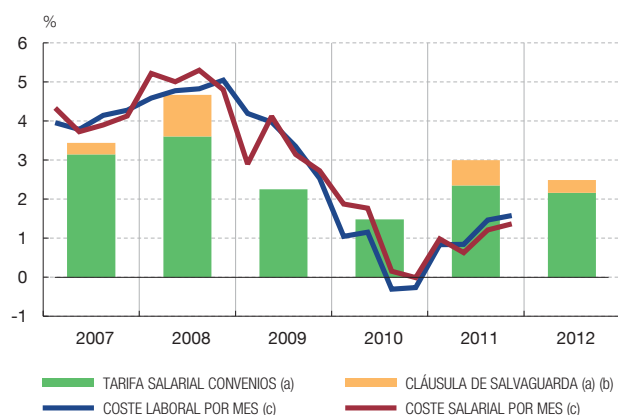
4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados entre enero y marzo de 2012 incorporan un incremento de las tarifas salariales para este año del 2,2 %. Estos aumentos pactados son elevados, dadas las actuales condiciones cíclicas, si bien mostraron un perfil de suave moderación a lo largo del trimestre. En todo caso, debe subrayarse que estos datos son aún poco representativos, pues el avance de la negociación colectiva es escaso. En concreto, los convenios registrados hasta marzo afectan solamente a 2,1 millones de trabajadores, cifra muy inferior a la observada en el primer trimestre de años anteriores, y casi todos ellos corresponden a revisiones de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores, en los que el aumento medio pactado se situó en el 2,2 %, en línea con el incremento interanual del IPC en diciembre de 2011 (2,4 %). Entre los de nueva firma, el incremento salarial fue sustancialmente inferior, del 1,1 %, si bien apenas afectan a 42.000 trabajadores, por lo que no puede valorarse aún el grado de cumplimiento de las directrices salariales acordadas en el último Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el período 2012-2014, o el impacto de la última reforma del mercado de trabajo. Resulta crucial un cumplimiento estricto de estas recomendaciones y la utilización de las posibilidades de flexibilidad interna que proporciona esta última, que permitan acompasar en mayor medida las condiciones laborales con la situación cíclica.

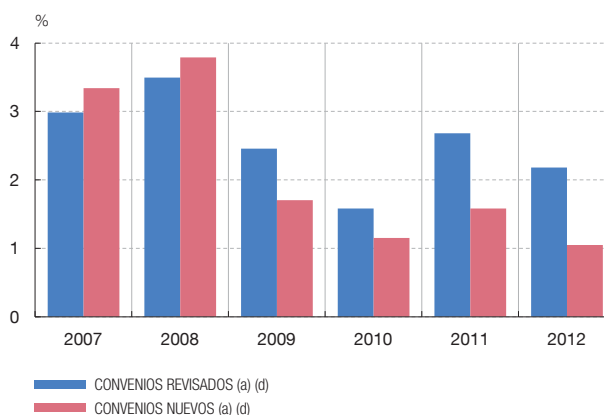
⁷ Agregación de las secciones de AAPP y Defensa, Educación y Sanidad de los regímenes general y autónomo.

⁸ Entre otras medidas, la reforma laboral aprobó la creación de un nuevo tipo de contrato indefinido, dirigido a pequeñas y medianas empresas, con diferentes incentivos fiscales y bonificaciones, y con un período de prueba extendido a un año desde el máximo de seis meses vigente hasta la fecha.

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

- a El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2012.
b Cláusula de salvaguarda del año anterior.
c ETCL. Tasas de variación interanuales.
d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio, con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

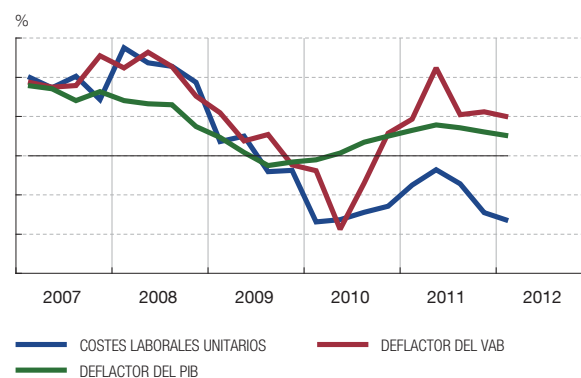
PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

GRÁFICO 20

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.

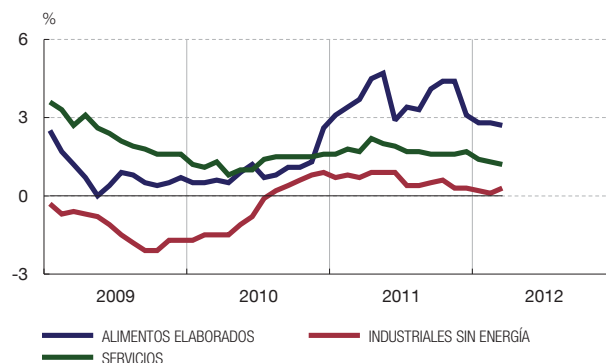
En comparación con las tarifas de convenio, otros indicadores de costes salariales —como la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), los datos de la Agencia Tributaria o la propia estadística de remuneración por asalariado de la CNTR— muestran incrementos salariales más reducidos, lo que, en parte, se explicaría por el mencionado retraso en la negociación (véase gráfico 19). En el conjunto de la economía de mercado se estima que el crecimiento interanual de la remuneración se ralentizó ligeramente en el primer trimestre del año (véase gráfico 20).

Por otra parte, a lo largo de los primeros meses de 2012 los deflatores de los principales componentes de la demanda habrían continuado reduciendo sus ritmos de variación, como resultado de la ralentización tanto de los precios de producción interior —aproximados por el deflactor del

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



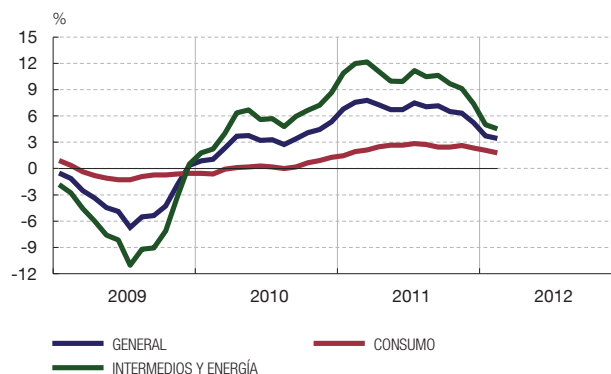
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

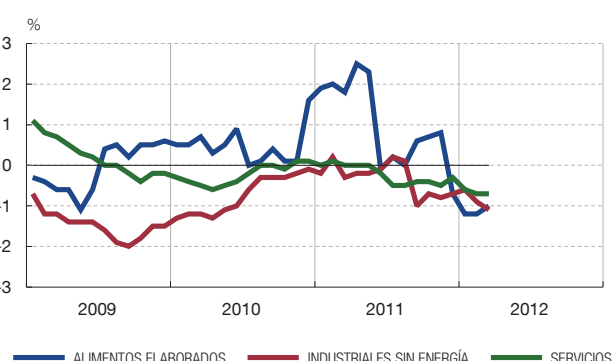
PIB—, cuya tasa habría disminuido en cuatro décimas respecto al trimestre previo, como de los precios de los bienes importados, que mostraron crecimientos algo más moderados.

Durante el primer trimestre de 2012 se prolongó la trayectoria descendente que la inflación de precios de consumo había descrito en los meses anteriores. Así, la tasa interanual del IPC en marzo fue del 1,9 %, cinco décimas por debajo de la de diciembre de 2011 (véase gráfico 21). En ese mismo período, la desaceleración del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— fue de cuatro décimas, hasta el 1,2 %. Entre los componentes de este índice destaca la ralentización de medio punto porcentual de los precios de los servicios. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron su ritmo de avance, en un contexto en que, si bien los precios de producción nacional de este tipo de productos se moderaron, los de importación experimentaron crecimientos más elevados. El menor ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados en el primer trimestre de 2012 respondió a la moderación de los precios de producción interior y de importación de este tipo de bienes. Al margen del IPSEBENE, el componente energético del IPC mostró una desaceleración sustancial, reduciendo su tasa de crecimiento en 3,8 pp, hasta el 7,5 %. Por el contrario, los precios de los alimentos no elaborados mostraron durante el primer trimestre un aumento de su ritmo de variación.

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



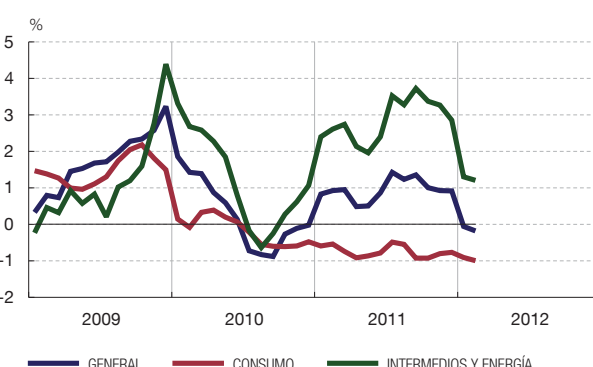
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

En términos del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), la moderación de la inflación en los primeros meses de 2012 fue más intensa en España que en la zona del euro, con lo que el diferencial siguió reduciéndose. En concreto, la inflación española fue en marzo nueve décimas inferior a la del área del euro, alcanzando casi la mayor diferencia histórica favorable a nuestro país, que es de nueve décimas (véase gráfico 22). El diferencial en términos de IPSEBENE fue igualmente negativo ($-0,8$ pp). Todos los componentes registraron en marzo diferenciales de ese mismo signo, cuya cuantía oscila entre siete décimas en los servicios y 1 pp en los productos energéticos.

El índice de precios industriales continuó disminuyendo su tasa interanual durante los primeros meses de 2012, hasta el 3,4 % en febrero, 1,8 pp por debajo de la tasa de diciembre de 2011. Esta evolución se explica fundamentalmente por la trayectoria descendente de los precios de los productos energéticos e intermedios. Las tasas de variación de los precios de los bienes industriales de consumo y de equipo también se moderaron, aunque en menor medida. Por su parte, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales redujeron igualmente su ritmo de avance, registrando en enero tasas interanuales del 5,5 % y del 2,9 %, respectivamente. En ambos casos, los precios de los productos energéticos siguieron presentando tasas de crecimiento muy elevadas.

Durante la crisis económica se ha producido un incremento de la denominada «deuda comercial» de las Administraciones Públicas (AAPP) —en particular, en el caso de las Administraciones Territoriales (AATT)—, con el consiguiente efecto negativo sobre la liquidez de las empresas acreedoras. En concreto, con la última información disponible, el total de obligaciones pendientes de pago de las Comunidades Autónomas (CCAA) con sociedades no financieras y familias ascendía a 30.018 millones de euros, alcanzando 22.770 millones de euros en el caso de las Corporaciones Locales (CCLL), frente a 23.167 millones y 16.381 millones a finales de 2007, respectivamente. Para afrontar esta situación, el Gobierno ha puesto en marcha, en los últimos meses, varias iniciativas con el objetivo de facilitar el pago de las deudas pendientes de las AATT con sus proveedores. Este recuadro repasa las características fundamentales de dichas iniciativas.

En primer lugar, en febrero de 2012 se creó un mecanismo transitorio de financiación directa a las CCAA a través del ICO. La línea, dotada con 10 mm de euros (ampliables a 15 mm), tiene dos tramos. El primero permite pagar las amortizaciones de deuda financiera autonómica contraída con anterioridad al 1 de enero de 2012 y cuyo vencimiento se produzca antes del 30 de junio de 2012 (tramo refinanciación). El segundo tiene como objetivo proporcionar liquidez a las CCAA para la cancelación de sus obligaciones pendientes de pago con sus proveedores. Las CCAA que hagan uso de esta línea de crédito deberán someter a la autorización de la Secretaría General del Tesoro sus nuevas operaciones de endeudamiento, incluido cualquier cambio en operaciones de endeudamiento anteriores a la concertación de esta línea de crédito. En caso de que alguna comunidad autónoma no respete las condiciones expuestas, se podrán aplicar penalizaciones como la exigibilidad anticipada de los créditos concedidos a través de esta línea.

La segunda iniciativa fue tomada en el consejo de ministros del 24 de febrero y plasmada en el Real Decreto 4/2012, por el que se establece un plan extraordinario de financiación para el pago a los proveedores de las CCLL. Posteriormente, el 6 de marzo, el Consejo de Política Fiscal y Financiera acordó extender este plan, en términos similares, a las CCAA. El mecanismo de financiación del plan fue aprobado por el Real Decreto 7/2012, de 9 de marzo, y consiste en la creación de un Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, con capacidad para captar financiación en los mercados de capitales a través de operaciones de endeudamiento con el aval del Estado por un importe máximo de 35 mm de euros, 20 mm de los cuales se dedicarán al pago de proveedores de las CCLL y 15 mm al pago de facturas pendientes de las CCAA.

Este Fondo pagará con la intermediación del ICO y previa autorización del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (MHAP) a los proveedores de las CCAA y CCLL que se acojan al mecanismo propuesto de financiación, generando así un derecho de cobro frente a la administración territorial que corresponda. Las AATT podrán devolver el crédito en un plazo de 10 años, con

dos años de carencia, a un interés equivalente al del Tesoro más 115 puntos básicos más un margen de intermediación máximo de 30 puntos básicos. El cumplimiento de los pagos al Fondo por parte de las AATT que se acojan a este mecanismo de financiación estará garantizado por su participación en los ingresos del Estado. Las deudas pendientes que podrán acogerse a este mecanismo deberán estar vencidas, además de ser líquidas, exigibles y anteriores al 1 de enero de 2012¹. Todas las CCLL con deudas que cumplan los requisitos exigidos, así como las CCAA que decidan acogerse a este mecanismo, deben remitir al MHAP una relación certificada de todas las obligaciones de pago pendientes. Además, los contratistas pueden consultar esta relación y, en caso de desacuerdos u omisiones, solicitar una certificación individual.

Tras la remisión de la relación de facturas pendientes, las AATT están obligadas a aprobar un plan de ajuste que asegure la disponibilidad de los ingresos necesarios para realizar los pagos durante toda la vida del crédito. Tanto este plan de ajuste como el informe anual —trimestral en el caso de las CCAA y de los municipio de más de 75.000 habitantes o capitales de provincia— sobre su ejecución deberán contar con la aprobación del MHAP. En caso de no tenerla, el MHAP se reserva el derecho a intervenir y llevar a cabo actuaciones de control por parte de la Intervención General de la Administración del Estado.

En términos de plazos, las CCLL estaban obligadas a remitir al MHAP antes del 15 de marzo una relación certificada por el interventor del ente local de todas las obligaciones de pago que cumplan los requisitos mencionados. Antes del 31 de marzo de 2012, los ayuntamientos debían presentar los planes de ajuste, que debían ser aprobados por el MHAP en el plazo de 30 días naturales desde su recepción. En el caso de las CCAA, el plazo para la presentación de facturas terminó el 15 de abril, mientras que la remisión al MAHP del plan de ajuste debe hacerse antes del 30 de ese mismo mes. El MHAP ha presentado un primer balance del plan de pago a proveedores. Un total de 4.622 CCLL habían presentado facturas por un importe total de 9.584 millones de euros, correspondientes al pago a algo más de 177.000 empresas. Sin embargo, algo menos de la mitad de estas CCLL—con una deuda agregada de 900 millones de euros— no presentaron sus planes de ajuste en el plazo establecido. En el caso de las CCAA, las facturas pendientes de pago ascienden a 17.255 millones de euros.

En conjunto, las medidas puestas en marcha pueden resultar muy efectivas para dotar de liquidez a los proveedores de CCLL y CCAA, que habían visto incrementar sus facturas pendientes de pago de forma muy significativa durante la crisis económica. Sin embargo, resulta crucial evitar que este tipo de ayudas genere incentivos inadecuados en el comportamiento de las AATT. En este sentido, como se ha señalado, los mecanismos de fi-

1 Además, deben referirse a contratos de obra, servicios y suministros incluidos en el ámbito de aplicación del texto refundido de la Ley de Contratos del Sector Público.

nanciación acordados exigen el cumplimiento de unos planes de ajuste. Resulta ahora crucial exigir su cumplimiento estricto.

Finalmente, es importante mencionar que estas iniciativas tendrán un impacto sobre la composición de los pasivos de las AAPP. En efecto, las obligaciones pendientes de pago fueron registradas en el déficit de las AAPP en los años respectivos, de acuerdo con el principio del devengo. Al mismo tiempo, las deudas de esta naturaleza fueron registradas, de acuerdo con los estándares acorda-

dos por Eurostat en el contexto del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), como pasivos de las AAPP, pero no forman parte de la deuda pública a efectos del PDE, como se puede comprobar en las publicaciones estadísticas del Banco de España, en que se presenta tanto la deuda del PDE como el total de pasivos de las AAPP. El mecanismo de pago a través del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores producirá un cambio de composición como consecuencia de la transformación de esos pasivos comerciales en deuda del PDE.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

La última información estadística disponible para el agregado del sector Administraciones Públicas (AAPP) se refiere al cierre del año 2011 e indica, como ya se ha señalado, una sustancial desviación en el objetivo del déficit (de 2,5 puntos), que se elevó hasta el 8,5 % del PIB. De la desviación presupuestaria observada en 2011, en torno a un 90 % del total se debió a la extrema debilidad de los ingresos públicos, que se redujeron en algo más de un punto con respecto a 2010, hasta el 35,1 % del PIB. El gasto público, por su parte, se contrajo un 2,3 % en 2011, debido a que la infraejecución de los pagos de capital compensó en gran medida las desviaciones al alza en el capítulo de pagos de intereses. La Administración Central sobrepasó su objetivo de déficit en 0,3 pp, hasta el 5,1 % del PIB, mientras que las Administraciones de Seguridad Social incurrieron en un déficit del 0,1 % del PIB, cuando estaba previsto un superávit del 0,4 %. Las CCAA, por su parte, excedieron su objetivo en 1,6 pp, alcanzando un déficit del 2,9 % del PIB. Finalmente, las CCLL se desviaron de su objetivo inicial una décima, registrando un déficit del 0,4 % del PIB.

Por agentes, sin embargo, se dispone de información algo más reciente relativa a los primeros meses del año 2012 para el Estado y para la Seguridad Social (véanse los cuadros 4, 5 y 6). Por lo que respecta al Estado, la información más reciente (hasta febrero del año en curso) mostró un déficit de caja de 9,2 mm de euros, por encima del déficit registrado en el mismo período del año anterior, que fue de 5,6 mm de euros, debido, en buena medida, al adelanto de transferencias corrientes hacia las CCAA y hacia la Seguridad Social. En este sentido, hay que tener en cuenta que las cifras de los primeros meses son muy erráticas, por lo que pueden no ser representativas de la evolución futura de la ejecución presupuestaria. Nótese, por ejemplo, que el impuesto sobre sociedades presenta una cifra negativa por el exceso de devoluciones sobre unos ingresos brutos que en estos meses representan una cantidad muy pequeña con respecto al total anual. Aun teniendo en cuenta estas cautelas, por el lado de los ingresos se observan tasas negativas en las grandes rúbricas (incluyendo las participaciones de las AATT), con caídas del 2,7 % del IRPF (pues el impacto de las subidas de tipos es todavía inapreciable en febrero), del 9,8 % del IVA y del 3,3 % de los impuestos especiales. En los pagos son destacables la contención de los gastos de personal y los fuertes recortes de los gastos de capital, mientras que continúan con elevadas tasas de aumento los pagos de intereses.

En relación con el Sistema de Seguridad Social, los datos se reciben con algo más de retraso que los del Estado y solo se encuentran disponibles los correspondientes a enero. En este mes el Sistema mostró un superávit de 2,6 mm de euros, por encima del registrado

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. CUENTA NO FINANCIERA EN TÉRMINOS DE CONTABILIDAD NACIONAL

CUADRO 4

Millones de euros y %

	Liquidación 2009	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010/2009	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Variación en nivel 2011-2010
	1	2	3 = 2 / 1	4	5 = 4 / 2	6 = 4 - 2
1 RECURSOS TOTALES	367.661	381.427	3,7	377.085	-1,1	-4.342
Recursos corrientes	367.525	381.293	3,7	378.391	-0,8	-2.902
Impuestos sobre producción e importaciones	92.355	108.699	17,7	104.971	-3,4	-3.728
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	101.078	99.698	-1,4	101.610	1,9	1.912
Cotizaciones sociales	140.144	140.170	0,0	139.868	-0,2	-302
Otros recursos corrientes	33.948	32.726	-3,6	31.942	-2,4	-784
Recursos de capital	136	134	-1,5	-1.306	—	-1.440
2 EMPLEOS TOTALES	484.759	479.645	-1,1	468.505	-2,3	-11.140
Empleos corrientes	422.763	426.997	1,0	429.216	0,5	2.219
Remuneración de asalariados	125.710	124.781	-0,7	122.926	-1,5	-1.855
Otros gastos en consumo final (a)	93.717	91.355	-2,5	88.315	-3,3	-3.040
Prestaciones sociales (no en especie)	153.685	160.974	4,7	163.486	1,6	2.512
Intereses efectivos pagados	18.520	20.120	8,6	25.867	28,6	5.747
Subvenciones	11.838	12.147	2,6	11.325	-6,8	-822
Otros empleos y transferencias corrientes	19.293	17.620	-8,7	17.297	-1,8	-323
Empleos de capital	61.996	52.648	-15,1	39.289	-25,4	-13.359
Formación bruta de capital	48.145	41.191	-14,4	28.700	-30,3	-12.491
Otros gastos de capital (b)	13.851	11.457	-17,3	10.589	-7,6	-868
3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINAN. (3 = 1 - 2)	-117.098	-98.218	16,1	-91.420	6,9	6.798
(En porcentaje del PIB nominal)	-11,2	-9,3		-8,5		
PRO MEMORIA						
Saldo primario	-98.578	-78.098	20,8	-65.553	16,1	12.545
Gasto en consumo final	223.603	221.715	-0,8	217.675	-1,8	-4.040

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

- a Incluye consumos intermedios, transferencias sociales en especie de productores de mercado y otros impuestos sobre la producción. Excluye consumo de capital fijo, producción de mercado (ventas residuales) y pagos por otra producción de mercado.
- b Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL. EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA

CUADRO 5

Millones de euros y %

	Variación porcentual entre presupuesto 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual entre presupuesto 2012/2011	Liquidación ene-dic. Variación porcentual 2011/2010	Liquidación		
					2011 enero	2012 enero	Variación porcentual 2012/2011
	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7	8 = 7 / 6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	3,3	119.883	-2,9	-0,4	9.595	10.921	13,8
Cotizaciones sociales	3,2	107.725	-3,6	-0,4	8.887	9.195	3,5
Transferencias corrientes	-2,4	8.930	9,5	-3,9	705	1.665	136,2
Otros ingresos	25,6	3.228	-7,1	8,0	3	61	—
2 PAGOS NO FINANCIEROS	1,9	119.882	0,9	2,2	7.947	8.279	4,2
Personal	-4,2	2.358	-0,8	-2,1	145	147	1,4
Compras	-15,4	1.541	-10,4	-8,8	47	53	14,2
Transferencias corrientes	2,4	115.683	1,2	2,6	7.755	8.077	4,2
Pensiones contributivas	4,0	101.954	2,9	4,0	6.943	7.268	4,7
Incapacidad temporal	-4,9	5.799	-17,3	-8,0	153	145	-5,2
Resto	-7,7	7.930	-3,1	-4,4	659	664	0,7
Otros gastos	-15,0	300	-33,2	-24,6	1	2	98,7
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	—	1	—	—	1.647	2.642	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y Banco de España.

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2011/2010	2011 ene-feb	2012 ene-feb	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	104.145	-18,2	119.233	14,5	22.930	23.063	0,6
Impuestos directos	53.382	-9,9	54.846	2,7	10.020	9.179	-8,4
IRPF	33.545	-14,7	29.232	-12,9	9.045	9.002	-0,5
Sociedades	16.611	2,5	19.564	17,8	354	-389	—
Otros directos (a)	3.227	-13,7	6.050	87,5	621	566	-8,9
Impuestos indirectos	34.644	-33,2	21.095	-39,1	11.202	9.970	-11,0
IVA	25.355	-34,1	13.633	-46,2	9.668	8.544	-11,6
Especiales	6.325	-38,8	4.502	-28,8	1.025	931	-9,2
Otros indirectos (b)	2.965	-1,2	2.960	-0,2	509	496	-2,6
Otros ingresos (c)	16.118	-0,8	43.292	168,6	1.708	3.914	129,2
2 PAGOS NO FINANCIEROS	151.095	-15,9	152.630	1,0	28.512	32.258	13,1
Personal	27.420	1,7	27.339	-0,3	4.021	3.963	-1,4
Compras	4.319	-6,8	3.238	-25,0	604	331	-45,1
Intereses	22.204	13,1	28.876	30,0	5.713	6.686	17,0
Transferencias corrientes	79.892	-23,7	80.498	0,8	13.644	19.337	41,7
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	2.377	—	—	—	—
Inversiones reales	6.895	-21,5	5.280	-23,4	1.637	1.092	-33,3
Transferencias de capital	10.365	-30,4	5.022	-51,5	2.893	849	-70,7
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-46.950	—	-33.397	—	-5.582	-9.196	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
TOTAL	138.079	1,6	139.223	0,8	32.040	30.183	-5,8
IRPF	69.803	4,2	73.106	4,7	15.219	14.811	-2,7
IVA	49.302	0,5	47.691	-3,3	13.690	12.343	-9,8
Impuestos especiales	18.974	-4,2	18.426	-2,9	3.132	3.029	-3,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

b Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

c Incluye tasas, ingresos patrimoniales y transferencias corrientes y de capital.

el mismo mes del año anterior, de 1,6 mm de euros, debido al fuerte aumento de los ingresos. Una parte de estos, como se mencionó anteriormente, procedió del adelanto de transferencias desde el Estado. Otra parte, sin embargo, se debió al aumento de las cotizaciones sociales, que contrasta con la debilidad de las afiliaciones y de la evolución de los salarios, por lo que cabría esperar una desaceleración en los próximos meses. Por lo que respecta a los gastos, el crecimiento vino determinado por la evolución de las pensiones contributivas, que aumentaron un 4,7 % interanual. Entre los otros gastos, cabe destacar que sigue observándose una cierta contracción de los pagos por incapacidad temporal, al igual que ha ocurrido en años anteriores.

4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

En enero de 2012, la necesidad de financiación de la economía española continuó reduciéndose (véase cuadro 7). El saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital mostró un déficit de 5,7 mm de euros, un 5,5 % inferior al del mismo mes del año anterior. Esta disminución se explica, sobre todo, por la caída del déficit de la balanza comercial y por la ampliación del saldo positivo de la balanza de servicios, que compensaron sobradamente el deterioro del déficit de rentas. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital se redujo.

BALANZA DE PAGOS: RESUMEN (a)

CUADRO 7

Millones de euros

		Enero		Tasa de variación 2012/2011(b)
		2011	2012	
INGRESOS	Cuenta corriente	27.283	28.395	4,1
	Mercancías	16.476	17.342	5,3
	Servicios	7.072	7.062	-0,1
	Turismo	2.591	2.677	3,3
	Otros servicios	4.480	4.386	-2,1
	Rentas	2.631	2.838	7,9
	Transferencias corrientes	1.105	1.153	4,3
	Cuenta de capital	283	178	-37,0
	Cuentas corriente + capital	27.566	28.573	3,7
PAGOS	Cuenta corriente	33.454	34.122	2,0
	Mercancías	20.881	20.535	-1,7
	Servicios	5.436	5.221	-4,0
	Turismo	893	832	-6,8
	Otros servicios	4.544	4.389	-3,4
	Rentas	4.924	6.118	24,3
	Transferencias corrientes	2.212	2.249	1,7
	Cuenta de capital	101	110	8,8
	Cuentas corriente + capital	33.555	34.232	2,0
SALDOS	Cuenta corriente	-6.171	-5.727	443
	Mercancías	-4.406	-3.193	1.213
	Servicios	1.635	1.842	207
	Turismo	1.698	1.845	146
	Otros servicios	-63	-3	61
	Rentas	-2.293	-3.280	-987
	Transferencias corrientes	-1.107	-1.096	11
	Cuenta de capital	181	68	-113
	Cuentas corriente + capital	-5.989	-5.659	330

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

El déficit de la balanza comercial disminuyó, en el primer mes del año, un 27,5 %, hasta situarse en 3,2 mm de euros, debido fundamentalmente a la mejoría del saldo del componente no energético, que, según datos de Aduanas, pasó a obtener superávit. El comercio de bienes con la zona del euro volvió a registrar un saldo positivo, al tiempo que el déficit con los mercados no comunitarios mejoró ligeramente. El superávit de la balanza de servicios alcanzó 1,8 mm de euros, un 12,6 % más que en el mismo mes del año anterior, gracias tanto a la mejora del saldo con superávit de turismo como a la disminución del déficit de otros servicios. En sentido opuesto, el saldo negativo de la balanza de rentas se incrementó hasta 3,3 mm de euros (frente a 2,3 mm en el mismo mes de 2011), reflejando el repunte de los tipos de interés y los elevados pasivos que España mantiene frente al exterior. Finalmente, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se corrigió en un 1 %, hasta situarse en 1,1 mm de euros.

5.1 Rasgos más destacados

Tras las fuertes tensiones que afectaron a los mercados financieros a lo largo del año pasado, en los primeros meses de 2012 se dio paso a una situación de mayor estabilidad, no exenta de volatilidad. Ello permitió que la rentabilidad de la deuda pública a diez años y su diferencial con respecto al bono alemán al mismo plazo se situaran claramente por debajo de los máximos alcanzados en noviembre. No obstante, ambos repuntaron en los últimos días de marzo, de modo que al final del trimestre estaban en el 5,4 % y en 361 pb, respectivamente, algo más de 30 pb por encima de los niveles de cierre del ejercicio anterior. A lo largo del trimestre, el Estado pudo obtener unos volúmenes elevados de fondos a un coste menor que en emisiones anteriores, dada la alta demanda que tuvieron estos títulos, y mejoraron también las condiciones de acceso a la financiación mayorista de las entidades de crédito. En concreto, en los mercados de renta fija, se observó una mayor captación de recursos, tras la fuerte atonía registrada el año anterior. En el interbancario, disminuyó el diferencial entre el euríbor a un año y el *eurepo* (coste de las operaciones con colateral) al mismo plazo hasta los 125 pb, desde los casi 180 pb de finales del ejercicio anterior. Esta evolución resultó de la reducción en medio punto porcentual del euríbor hasta marzo, ya que el *eurepo* apenas varió. Sin embargo, la apelación a este mercado siguió descendiendo en los primeros meses del año, en un contexto en el que las entidades han acumulado un volumen muy elevado de recursos a través de la liquidez suministrada por el BCE. En cambio, en las bolsas, el IBEX 35 perdió un 7,6 % entre finales de diciembre y el cierre de marzo, evolución que contrasta con la del EUROSTOXX 50 y el S&P 500, que se revalorizaron un 5,9 % y un 11,6 %, respectivamente (véase gráfico 23).

En la parte transcurrida de abril, sin embargo, se ha producido un nuevo rebrote de las tensiones financieras, lo que ha llevado a una elevación de la rentabilidad de la deuda pública a diez años hasta superar puntualmente el 6 %, y del diferencial con el bono alemán hasta el entorno de los 440 pb, niveles que no se observaban desde el pasado noviembre. Los índices bursátiles han registrado caídas, más intensas en el IBEX 35 y el EUROSTOXX 50 (del 13,7 % y 7,8 %, respectivamente), y algo más moderadas en el S&P 500, que ha descendido un 2,2 %.

En el mercado inmobiliario, según los datos publicados por el Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda volvió a retroceder durante el primer trimestre de 2012. Así, la tasa de disminución interanual se situó en marzo en el 7,2 %, frente al 6,8 % de diciembre (véase gráfico 23). En términos intertrimestrales, el descenso fue del 3,1 %. De este modo, la caída acumulada desde los máximos alcanzados en 2008 asciende a un 21,5 % (26,8 % en términos reales).

La última información disponible sobre la evolución de los costes de financiación del sector privado, correspondiente al mes de febrero, muestra que, en un contexto caracterizado aún por un elevado grado de incertidumbre real y financiera, la disminución reciente de las rentabilidades interbancarias no se ha trasladado completamente a los préstamos a sociedades y familias. Los tipos de interés del crédito a los hogares experimentaron un ligero aumento, mientras que se registró una leve reducción en los de las operaciones con empresas.

La financiación del sector privado ha seguido mostrando una tendencia contractiva. La disminución en los pasivos de las familias fue, en febrero (último mes disponible), ligeramente más intensa, en términos interanuales, que la registrada al cierre del ejercicio anterior, por la

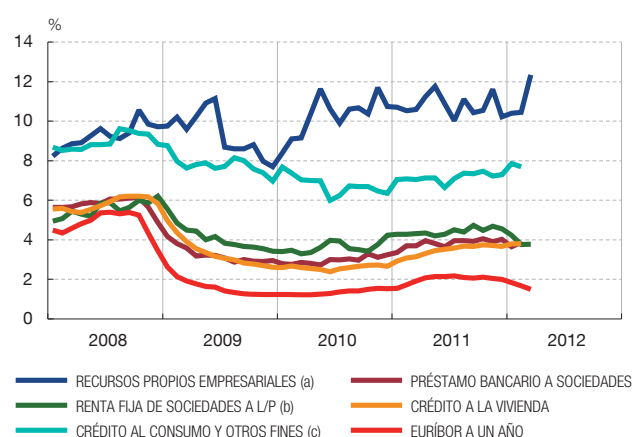
ÍNDICES BURSÁTILES



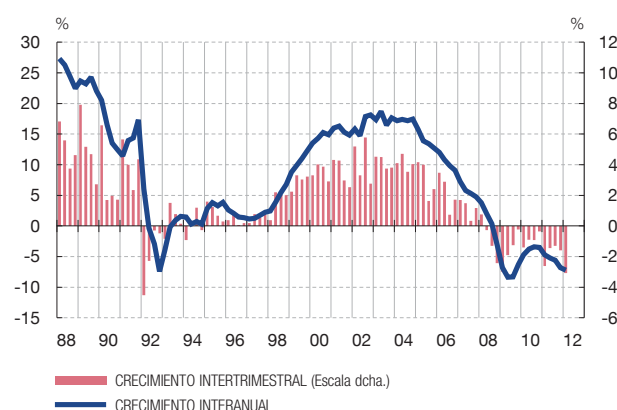
DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



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

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
b El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
c En junio de 2010, se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que ha podido 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 de 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

pérdida de vigor tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como del crédito al consumo y otros fines. En cambio, el descenso interanual de la deuda de las sociedades apenas varió en relación con el dato de diciembre. Por instrumentos, el saldo de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes siguió cayendo, aunque a menor ritmo que a finales del año pasado, mientras que los valores de renta fija se aceleraron. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al cuarto trimestre de 2011, confirma que durante este período continuó reduciéndose la financiación bancaria en todas las ramas productivas.

La reducción de la deuda en empresas y familias propició una nueva disminución de los ratios de endeudamiento y de carga financiera de estos sectores en el cuarto trimestre de 2011. Los datos de avance para los tres primeros meses de 2012 apuntan a una continuidad de estas tendencias. Por su parte, la riqueza neta de los hogares se redujo ligeramente, como resultado del descenso tanto del valor de los instrumentos financieros como,

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 8

Porcentaje del PIB

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

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.

sobre todo, de los activos inmobiliarios. En el caso de las sociedades, los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revelan una caída de la actividad y las rentas empresariales en 2011 en relación con el año anterior.

El volumen de créditos dudosos continuó creciendo en los primeros meses del año, lo que, unido a la reducción de la deuda, ha llevado a que la ratio de morosidad haya seguido elevándose. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (en el que se incluyen empresas y familias) dicho indicador se situó en febrero en el 8,2 %, 0,6 pp por encima del dato de diciembre de 2011.

En el caso de las AAPP, se registró una ligera desaceleración de la deuda, aunque el ritmo de expansión siguió siendo muy elevado, evolución que, en parte, evidencia que el Estado incrementó durante el primer trimestre de 2012 el volumen de sus emisiones tratando de aprovechar las condiciones más favorables y la elevada demanda de este tipo de activos. Por instrumentos, destaca el fuerte avance de la financiación a largo plazo, en tanto que las emisiones netas a corto plazo perdieron importancia relativa. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en nuevos aumentos en las ratios de endeudamiento y de carga financiera.

Por otra parte, de acuerdo con la información más reciente de las Cuentas Financieras, en el cuarto trimestre de 2011 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,4 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp menos que en septiembre (véase cuadro 8). Esta evolución fue el resultado de la disminución de la posición deudora de las AAPP (hasta el 8,5 % del PIB, 0,3 pp menos que en el tercer trimestre del año), el descenso en la capacidad de financiación de las sociedades y los hogares, y el incremento en el saldo acreedor de las instituciones financieras. El detalle por instrumentos muestra que, en los tres últimos meses del año pasado, el grueso de las entradas de capital del exterior se canalizó a través del incremento de la posición deudora intrasistema del Banco de España, mientras que se redujeron tanto los fondos obtenidos en el interbancario como los captados a través de las operaciones con garantía liquidadas en cámaras de contrapartida central. Estos desarrollos reflejan en parte el resultado de la subasta extraordinaria de liquidez a tres años del

BCE en diciembre en la que las entidades residentes captaron un volumen elevado de recursos con el fin de aumentar sus activos líquidos y que utilizaron, en parte, para reemplazar otras fuentes de financiación, como, en particular, la procedente del mercado interbancario en sentido amplio (incluyendo la canalizada a través de cámaras de contrapartida central).

En resumen, durante el primer trimestre de 2012, los mercados financieros mostraron una mayor estabilidad, que se tradujo en una mejoría en las condiciones de financiación mayorista de los sectores residentes. No obstante, desde finales de marzo se ha registrado un fuerte rebrote de las tensiones, que se ha reflejado en un nuevo incremento de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo y de su diferencial con el bono alemán, dificultándose las condiciones de obtención de recursos en los mercados. En el caso de las entidades financieras, el aumento de la liquidez obtenida en las subastas a tres años del Eurosistema ofrece un colchón importante, que reduce los riesgos de refinanciación a los que se enfrentan estas instituciones, mitigando así la probabilidad de que se materialice una contracción significativa de la oferta de crédito. No obstante, el contexto de debilidad económica y la necesidad de seguir avanzando en la corrección de los elevados niveles de endeudamiento del sector privado continuarán restringiendo el dinamismo del crédito a corto plazo.

5.2 El sector hogares

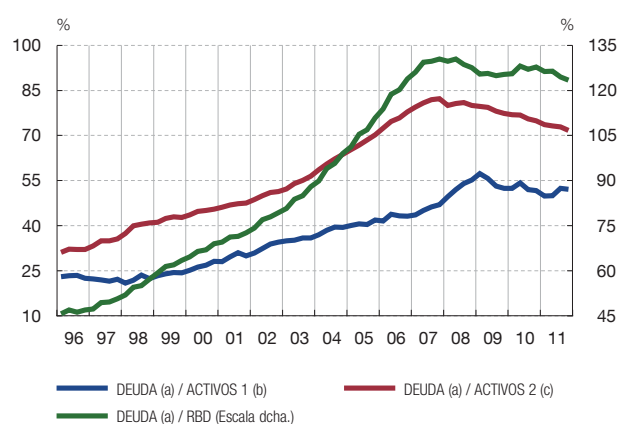
Los tipos de interés del crédito concedido a los hogares mostraron una evolución ligeramente ascendente hasta febrero. Así, en el caso de los préstamos para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines, el coste aumentó 16 pb y 42 pb, respectivamente, respecto a los niveles alcanzados en diciembre, hasta situarse en el 3,8 % y el 7,7 %.

La deuda de las familias siguió disminuyendo, situándose en febrero el ritmo de contracción interanual en el 2,7 %, lo que supone una ligera intensificación del retroceso en comparación con la caída observada al cierre del ejercicio anterior (2,4 %). Ello fue consecuencia de la pérdida de vigor tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como del crédito al consumo y otros fines, que registraron un descenso interanual del 2 % y el 5,2 %, respectivamente, frente al descenso del 1,7 % y del 4,6 % de diciembre de 2011. Las tasas intertrimestrales anualizadas muestran cifras similares a las que se obtienen con los indicadores interanuales.

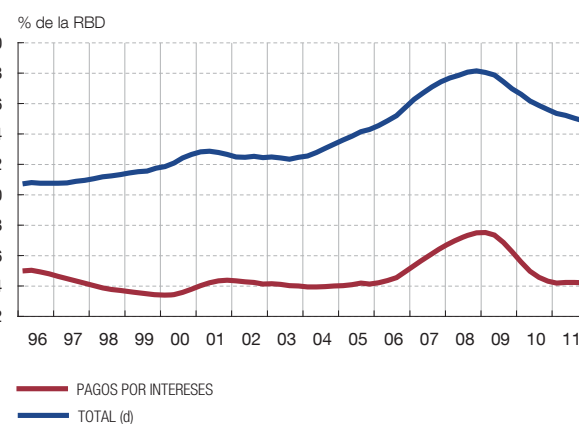
La reducción de los pasivos de las familias, junto con el estancamiento de los ingresos, llevó a un nuevo retroceso de la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) en este sector (véase gráfico 24). Este descenso explica también la evolución de la carga financiera en relación con la RBD, que siguió disminuyendo ligeramente gracias a los menores pagos asociados a la devolución del principal de las deudas. La tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda también continuaron cayendo, en línea con la tendencia que se viene observando desde principios de 2010. Por su parte, la riqueza neta de los hogares volvió a reducirse, como resultado del descenso tanto del valor de los instrumentos financieros como de los activos inmobiliarios.

De acuerdo con las Cuentas Financieras, la inversión de los hogares en activos financieros descendió en el cuarto trimestre de 2011, en términos acumulados de doce meses, hasta alcanzar el 1,2 % del PIB (véase cuadro 9). El saldo de depósitos continuó contrayéndose, prolongándose la tendencia iniciada tres meses antes, y que respondió fundamentalmente a una cierta recomposición de la cartera hacia otros instrumentos bancarios y no bancarios (véase recuadro 5).

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



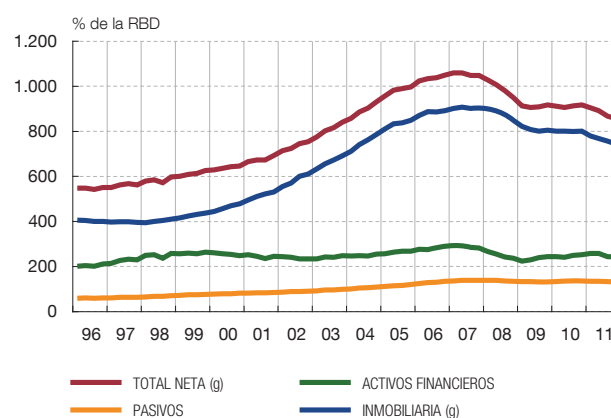
CARGA FINANCIERA



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 Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
g Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

Por último, en el cuarto trimestre de 2011, la ratio de morosidad aumentó en los créditos otorgados a hogares para adquisición de vivienda (0,11 pp, hasta el 2,8 %), pero disminuyó algo en los destinados a consumo y otros fines (0,08 pp, hasta un 6,9 %).

5.3 El sector de sociedades no financieras

Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades mostraron, hasta febrero, una leve disminución. Así, se redujo en 6 pb para operaciones de hasta un millón de euros, y en 31 pb en las de cuantía superior, situándose en el 5,4 % y el 3,1 %, respectivamente. El coste de las emisiones de valores descendió tanto en las de renta fija a corto plazo (30 pb) como en las de largo plazo (80 pb), mientras que en las de renta variable aumentó (23 pb).

Por su parte, la deuda de las sociedades continuó cayendo en los primeros meses de 2012, situándose en febrero la tasa de contracción interanual en el 2,2 %, retroceso prácticamente igual que el observado a finales de 2011, que fue del 2,3 %. El detalle por instrumentos muestra que en los préstamos bancarios el ritmo de descenso interanual fue de un 4,7 %, tres décimas menos que en diciembre, mientras que se aceleró la captación

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

CUADRO 9

Porcentaje del PIB

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

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.

de fondos mediante valores de renta fija (vía utilizada por las empresas de mayor dimensión), creciendo el saldo un 9 % en relación con el mismo mes de un año antes. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al cierre de 2011, confirma que, durante el último tramo del pasado ejercicio, continuó reduciéndose el saldo vivo de la financiación bancaria en todas las ramas productivas. Una vez más, fue en la construcción donde tuvo lugar el mayor retroceso interanual (14 %), aunque se moderó algo respecto al de trimestres anteriores. En la industria, sin embargo, aumentó el ritmo de contracción, hasta situarse en un 6 %, superando incluso al del sector inmobiliario, que registró una caída del 5,5 %. En el resto de servicios, la disminución fue más moderada (2,4 %).

El saldo de los depósitos mantenidos por el sector privado no financiero en las entidades de crédito residentes mostró una tendencia ascendente hasta junio de 2011, en un contexto de elevada competencia entre estas instituciones por la captación de financiación minorista. A partir de entonces este perfil se ha invertido, retrocediendo los mantenidos tanto por los hogares (un 3,2 %, entre junio del pasado año y febrero de 2012) como, de forma más acusada, por las empresas (12,7 %), aunque el saldo de estos últimos es considerablemente menor (véase gráfico 1).

Las condiciones macroeconómicas adversas que se fueron configurando en la segunda mitad del año contribuyen a explicar, en parte, la evolución más reciente de los depósitos. Así, en un contexto en el que el ahorro bruto de las familias ha disminuido (y también sus pasivos y los de las empresas), los hogares y las sociedades han ido reduciendo progresivamente su inversión en activos financieros, aunque continuó siendo positiva en los últimos seis meses de 2011 (véase gráfico 2), por lo que el retroceso de los depósitos de este período evidencia también una cierta recomposición de la cartera financiera de ambos sectores.

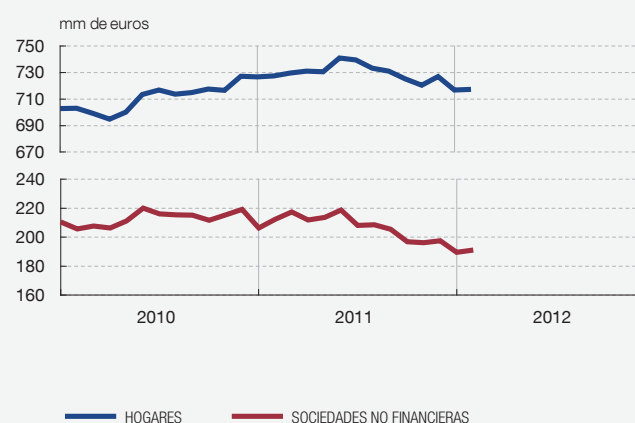
Un primer factor que puede haber contribuido a explicar el descenso de los depósitos de hogares y sociedades no financieras en las instituciones de crédito residentes a partir de julio de 2011 son los cambios normativos introducidos en relación con las contribuciones que estas instituciones deben realizar al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) y, en concreto, la entrada en vigor del Real Decreto 771/2011 en julio de 2011 y del Decreto Ley 16/2011 en diciembre de este mismo año. El primero establece aportaciones adicionales al FGD para aquellas entidades que concierten estos instrumentos o liquiden cuentas a la vista con remuneraciones que excedan determinados tipos de interés, mientras que, mediante el segundo, se elevaron las aportaciones que las entidades deben realizar a este Fondo. Ambos decretos podrían haber contribuido a

desincentivar la captación de depósitos, favoreciendo, como contrapartida, un mayor dinamismo de la emisión de valores de renta fija de las entidades. En línea con esta hipótesis, los datos de las Cuentas Financieras muestran una inversión elevada en este tipo de instrumentos por parte de ambos sectores en el segundo semestre de 2011 (y, en concreto, entre octubre y diciembre). Así, en el caso de las empresas, prácticamente compensó el retroceso de sus depósitos en entidades de crédito residentes, mientras que para las familias alcanzó un importe equivalente a un tercio de esta disminución (véase gráfico 2). Para estas últimas, fue también muy notable la adquisición de acciones y participaciones emitidas por los bancos, que alcanzó un importe históricamente elevado (más de 11.000 millones, el grueso de la partida «Resto» en el gráfico 2). De este modo, una parte importante de la contracción de los depósitos ha tenido como contrapartida un incremento en otras partidas del pasivo de las propias entidades de crédito.

El desplazamiento hacia instrumentos emitidos por las Administraciones Públicas, en un período en el que estos han ofrecido mayores rentabilidades, también parece haber contribuido a explicar el descenso en el saldo de depósitos mantenidos en las entidades de crédito residentes, sobre todo en el caso de las familias. Así, en el segundo semestre de 2011, la inversión de este sector en estos títulos alcanzó un importe equivalente al 34 % (29 % en letras y 5 % en bonos y obligaciones) de su desinversión en depósitos en entidades residentes. En el caso de las empresas, este porcentaje fue mucho más reducido (9 %).

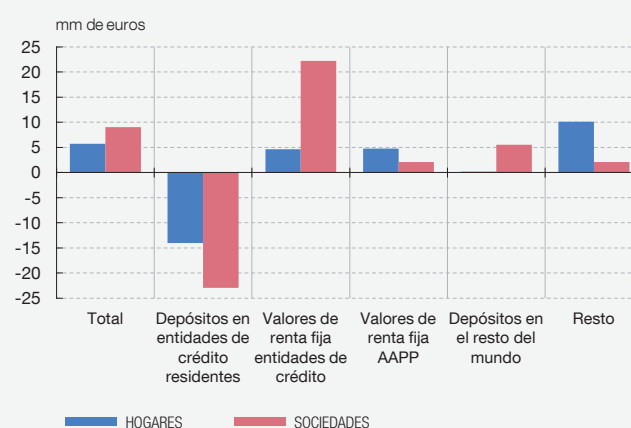
La información de las Cuentas Financieras también muestra que los depósitos en el resto del mundo tanto de las sociedades no financieras como, en menor medida, de los hogares han aumentado algo en los últimos meses. En el caso de las familias, la inversión en el exterior desde mediados de 2011 en estos activos líquidos ha alcanzado un importe equivalente a apenas un 1 % de la

1 DEPÓSITOS EN ENTIDADES DE CRÉDITO RESIDENTES



FUENTE: Banco de España.

a No incluye ni crédito comercial ni crédito interempresarial.

2 ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Flujo del segundo semestre de 2011 (a)

disminución observada para los mantenidos en España. Para las empresas, este porcentaje es más elevado (24 %), aunque hay que tener en cuenta que, en este caso, los flujos pueden estar influidos por decisiones de tesorería adoptadas por grandes grupos multinacionales en el ámbito de estrategias globales.

En resumen, el descenso que desde mediados de 2011 han presentado los depósitos mantenidos por los hogares y las sociedades no financieras en las entidades de crédito residentes pa-

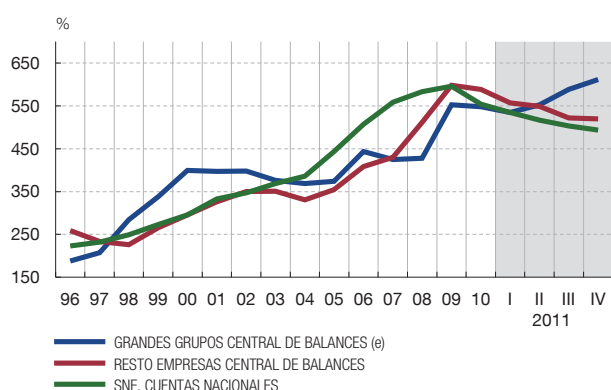
rece responder a una combinación de factores, entre los que cabe destacar, por una parte, un contexto macroeconómico adverso, que ha llevado a una reducción de su inversión en activos financieros, y, por otra, una cierta recomposición de sus carteras en favor de otros pasivos de las propias entidades residentes, como son los valores de renta fija y variable emitidos por estas; de títulos de deuda pública, y —en menor medida y, sobre todo, en el caso de las empresas— de depósitos en el resto del mundo.

Según los datos más recientes de las Cuentas Financieras correspondientes al cuarto trimestre de 2011, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial descendió ligeramente hasta situarse en el 1,1 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp menos que en septiembre. A pesar de ello, la reducción de las adquisiciones en el resto del mundo se tradujo en un aumento de 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, que pasó a presentar un valor positivo equivalente al 0,6 % del PIB, frente al -0,4 % de tres meses antes.

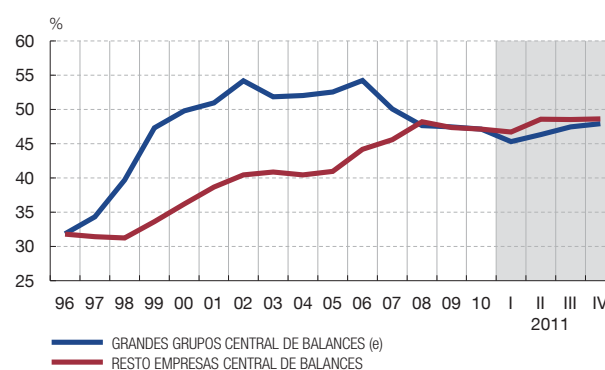
La ratio de endeudamiento continuó reduciéndose durante el cuarto trimestre de 2011, como consecuencia del descenso de los recursos ajenos de este sector y del aumento de las rentas empresariales que recoge la Contabilidad Nacional. Estos mismos factores explican también la tendencia ligeramente descendente registrada por la carga financiera (véase gráfico 25). Los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT) ponen de manifiesto, en cambio, una caída de los excedentes de las compañías colaboradoras en 2011. Así, el resultado ordinario neto disminuyó un 7 %, tasa que contrasta con el 8,9 % que había aumentado en 2010. Ello se tradujo en una reducción de más de un punto y medio de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, que cayó hasta el 7,4 %. La ratio que relaciona el nivel de deuda con las rentas generadas mostró, para las empresas de esta muestra, excluyendo los grandes grupos⁹, una evolución descendente a lo largo de 2011, como consecuencia de la reducción de sus pasivos con coste. El nivel de deuda en relación con los activos experimentó variaciones poco significativas, creciendo ligeramente debido, principalmente, a la caída del denominador. La negativa evolución de los excedentes, junto con los mayores gastos por intereses, provocó que la carga financiera aumentara, especialmente en el último trimestre del año. A pesar de ello, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo descendieron algo como consecuencia de la evolución favorable de las compañías en situación más vulnerable. En todo caso, estos indicadores se mantienen en niveles históricamente elevados. Por su parte, los analistas han revisado a la baja sus expectativas con respecto a la evolución de los beneficios de las empresas cotizadas a corto plazo, mientras que las correspondientes a horizontes más largos han reflejado una ligera mejoría (véase gráfico 26).

⁹ En las empresas pertenecientes a los denominados grandes grupos (Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica) se ha observado un incremento de la ratio de deuda sobre resultados. Ello se debió tanto al ligero aumento de los pasivos con coste en estas empresas como al fuerte impacto que en estas sociedades tuvo el deterioro de los excedentes ordinarios, especialmente en la segunda mitad del año.

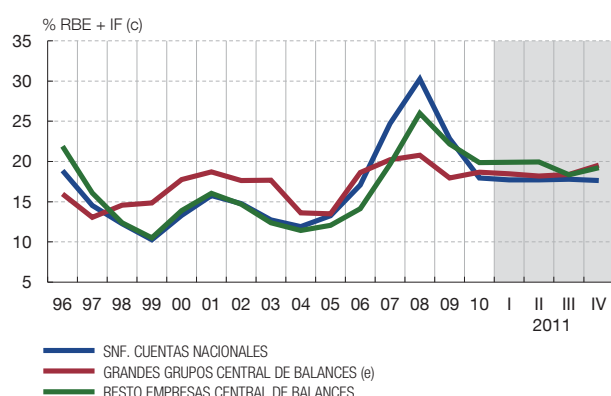
DEUDA (b) / REB + IF (c)



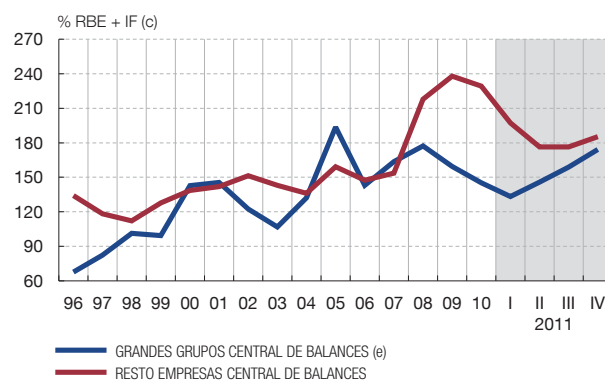
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



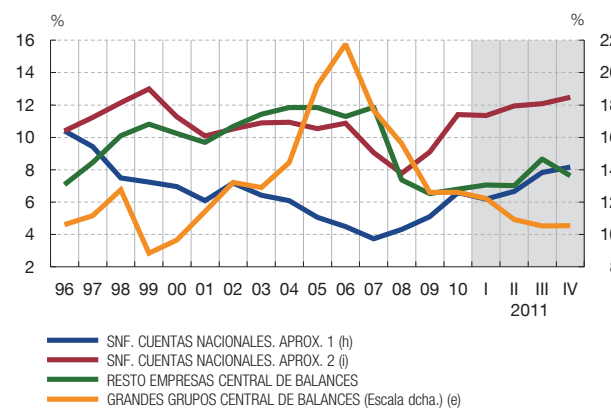
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



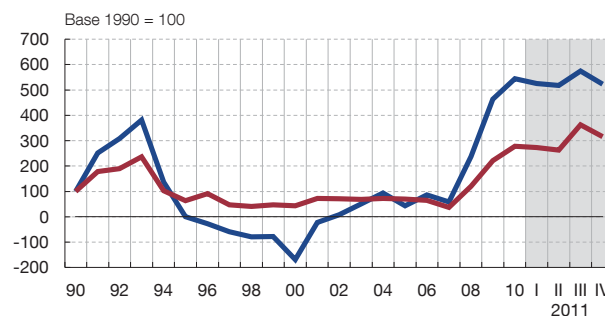
CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



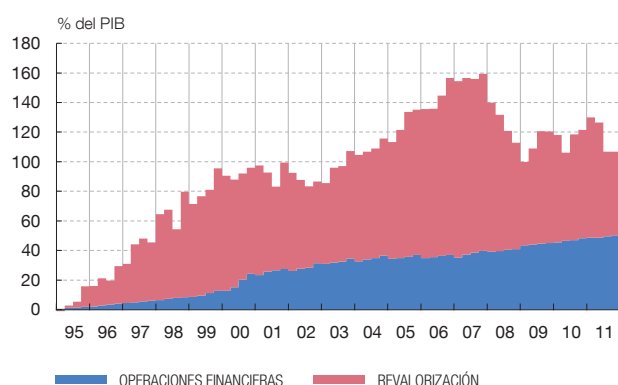
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2009 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.
- b Recursos ajenos con coste.
- c Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Austado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos — intereses pagados — consumo de capital fijo.
- h Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j 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.

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.

Por último, la ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó elevándose durante los últimos meses de 2011. Este incremento se registró en todas las ramas productivas. Así, en el sector de la construcción y servicios inmobiliarios, aumentó 1,85 pp, hasta situarse en el 20,1 %, mientras que en el resto de actividades productivas el ascenso fue de 0,27 pp, hasta alcanzar el 5 %.

5.4 Las Administraciones Públicas

En el cuarto trimestre de 2011, según las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las AAPP se redujeron ligeramente, en 0,3 pp del PIB, en términos acumulados de doce meses, si bien continúan en valores elevados (8,5 % del PIB; véase cuadro 8).

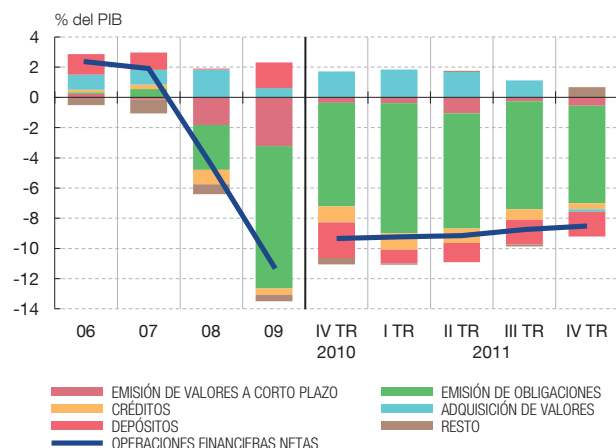
Como es habitual, la principal vía usada por las AAPP para su financiación fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que obtuvieron fondos equivalentes al 6,4 % del PIB, 0,8 pp menos que en septiembre (véase gráfico 27). Por otra parte, la captación de recursos mediante valores de corto plazo aumentó en 0,2 pp, mientras que la captación de fondos mediante créditos se redujo en 0,3 pp, hasta representar el 0,5 % y el 0,4 % del PIB, respectivamente. Por el lado del activo, disminuyeron las adquisiciones netas de valores, en 1,3 pp, hasta situarse en el -0,2 % del PIB, y también cayó el saldo de sus depósitos, por un importe equivalente al 1,6 % del PIB, igual porcentaje que el registrado en el tercer trimestre.

Durante los primeros meses de 2012, la deuda de las AAPP siguió creciendo a un ritmo elevado, aunque algo más moderado que al cierre de 2011, situándose en febrero la tasa de expansión interanual en el 13,8 %. Por instrumentos, destaca el fuerte avance de la financiación a largo plazo (16,4 %), en tanto que las emisiones netas a corto plazo perdieron dinamismo, aumentando un 0,5 %, en términos interanuales. El desglose por tenedores muestra que fueron las entidades de crédito residentes las que en estos últimos meses adquirieron la mayor parte de las nuevas emisiones realizadas, mientras que los no residentes continuaron desinvirtiendo en dichos activos. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en nuevos aumentos en la ratio de endeudamiento (68,5 del PIB, en diciembre) y en la de carga financiera (2,5 % del PIB).

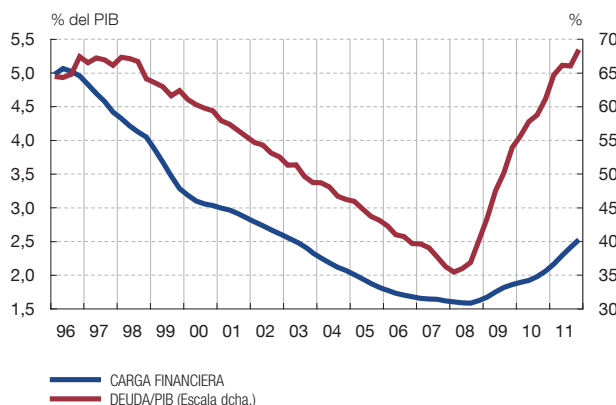
5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con las Cuentas Financieras, en el cuarto trimestre de 2011 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,4 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp menos que en

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.

septiembre (véase cuadro 8). Esta evolución fue el resultado de una ligera disminución de la posición deudora de las AAPP, de un descenso en la capacidad de financiación de las sociedades —y sobre todo de los hogares— y de un aumento en el saldo acreedor de las instituciones financieras.

Los recursos captados en el resto del mundo por los sectores residentes distintos del Banco de España fueron insuficientes para cubrir las salidas netas de fondos y el exceso de gasto sobre las rentas de la nación. Como resultado, el saldo que presentaron las operaciones financieras netas del Banco de España frente al exterior fue nuevamente deudor, y por un importe muy elevado, de 74 mm. Como se ha comentado anteriormente, este desarrollo está en parte influido por el resultado de la subasta extraordinaria de liquidez del BCE a tres años, en la que las entidades residentes obtuvieron un volumen elevado de fondos. La información más reciente de la Balanza de Pagos muestra que en enero no se prolongó esta pauta, registrándose unos flujos internacionales por importes muy moderados.

El detalle por instrumentos muestra que en el cuarto trimestre de 2011 la mayor parte de la financiación externa se canalizó mediante la posición intrasistema del Banco de España. Los fondos obtenidos por esta vía fueron de 85 mm. Por el contrario, se registró un descenso tanto en el saldo de la financiación interbancaria neta como en la posición deudora frente a las cámaras de contrapartida central, por un importe del 6,7 % del PIB cada una, aunque en el conjunto del pasado año aumentó el endeudamiento de las entidades de crédito materializado en operaciones con garantía liquidadas en estas cámaras (véase cuadro 10). Asimismo, se observó nuevamente una desinversión de los no residentes en títulos de renta fija emitidos por las instituciones financieras y las AAPP. Por el contrario, la captación de recursos instrumentada a través de acciones y otras participaciones siguió siendo positiva, aunque en términos acumulados de doce meses se redujo ligeramente y se materializó fundamentalmente en activos emitidos por las sociedades no financieras. Por su parte, la inversión directa del exterior en España cayó 0,1 pp, hasta el 1,8 % del PIB en términos anuales.

La financiación de los residentes al exterior descendió 1 pp entre septiembre y diciembre de 2011, hasta alcanzar el 0,4 % del PIB, y también se redujo en términos acumulados de

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 10

Porcentaje del PIB

	2008	2009	2010	2011		
				II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-9,2	-4,7	-4,0	-3,6	-3,5	-3,4
Operaciones financieras (activos)	0,8	-1,1	-2,5	2,0	2,9	2,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-1,3	-3,2	-1,4	0,4	1,5	0,4
De los cuales:						
Interbancario entidades de crédito	-0,5	-1,7	-1,3	0,2	0,9	0,0
Valores distintos de acciones	1,3	0,0	-7,1	-4,6	-2,5	-1,1
De los cuales:						
Entidades de crédito	1,5	1,2	-3,1	-0,3	0,1	0,6
Inversores institucionales	-0,5	-1,0	-2,9	-2,8	-1,7	-1,2
Acciones y otras participaciones	1,7	1,6	3,2	3,2	1,5	1,1
De las cuales:						
Sociedades no financieras	3,5	0,2	3,0	1,8	0,6	-0,1
Inversores institucionales	-2,3	0,5	1,0	1,0	0,6	0,5
Préstamos	0,8	0,3	1,0	2,0	1,5	1,4
Operaciones financieras (pasivos)	10,0	3,6	1,5	5,6	6,4	5,6
Depósitos	8,0	-0,5	-0,5	0,8	4,9	8,7
De los cuales:						
Interbancario entidades de crédito (a)	6,2	0,7	-7,4	-1,8	-5,4	-3,6
Cesiones temporales entidades de crédito (b)	0,2	0,1	5,8	8,3	8,4	2,7
Interbancario Banco de España (posición intrasistema)	1,9	-0,8	0,2	-6,5	1,7	10,5
Valores distintos de acciones	-2,7	3,5	-2,0	-0,3	-2,8	-6,9
De los cuales:						
Administraciones Públicas	1,1	5,1	1,9	2,0	1,4	-0,4
Entidades de crédito	-1,9	1,0	-1,3	-1,0	-1,7	-3,1
Otras instituciones financieras no monetarias	-1,9	-2,6	-2,6	-1,2	-2,5	-3,4
Acciones y otras participaciones	3,2	1,0	2,3	3,1	2,8	2,6
De las cuales:						
Sociedades no financieras	2,4	0,4	2,3	2,8	2,6	2,5
Préstamos	2,9	0,1	1,3	1,6	1,2	1,0
Otros neto (c)	0,3	-0,7	-1,5	-0,7	-0,6	-0,3
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	4,7	0,7	1,6	3,5	1,8	2,4
Inversión directa del exterior en España	4,8	0,6	1,8	2,4	1,9	1,8

FUENTE: Banco de España.

a Incluye operaciones repo bilaterales.

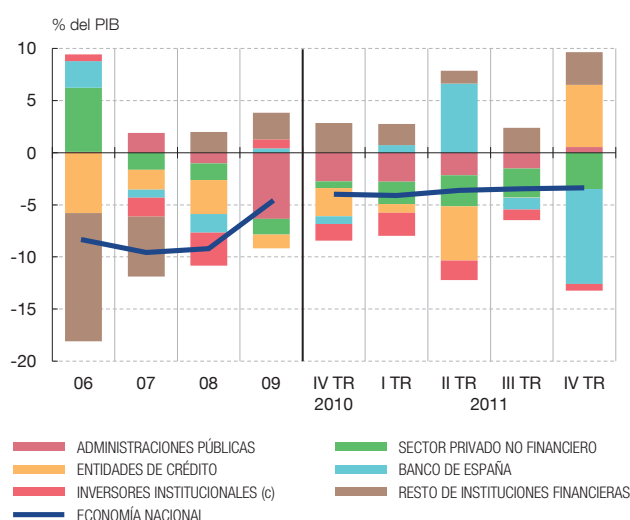
b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

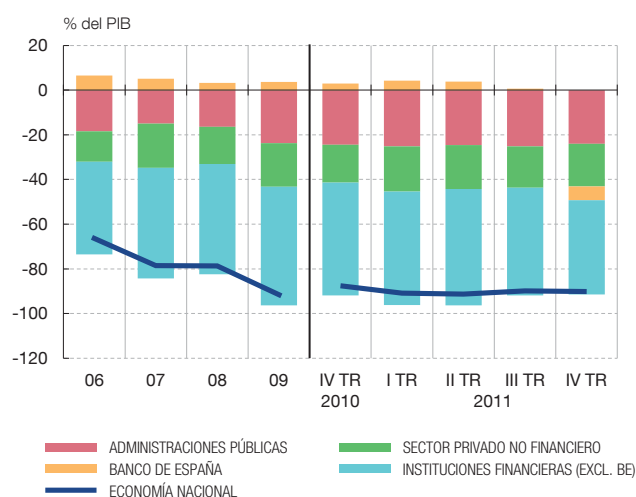
doce meses hasta el 2,3 % del PIB. Por instrumentos, la inversión neta en valores de renta fija pasó a ser negativa, como resultado de la desinversión de los inversores institucionales que superó a la adquisición realizada por el resto de sectores. En contraposición, las compras de acciones y otras participaciones aumentaron ligeramente, frente al retroceso del trimestre anterior. También creció la inversión directa de España en el exterior, pasando a situarse en el 2,4 % del PIB en términos anuales, 0,6 pp más que en septiembre.

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros transfronterizos y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados

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.

por la economía española frente al resto del mundo equivalía al 90,2 % del PIB en diciembre de 2011, 0,4 pp más que en septiembre (véase gráfico 28). Este ligero incremento se debió, fundamentalmente, al saldo deudor que el Banco de España pasó a presentar frente al resto del mundo (del 6,1 % del PIB), después de que en el trimestre anterior fuese prácticamente nulo. En sentido contrario, tanto el sector financiero (excluido el Banco de España) como las Administraciones Públicas redujeron su posición deudora frente a los no residentes, mientras que el sector privado no financiero no registró variaciones significativas de su endeudamiento exterior neto.

19.4.2012.

ENCUESTA DEL BCE SOBRE EL ACCESO DE LAS PYMES A LA FINANCIACIÓN. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y EVOLUCIÓN RECIENTE

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

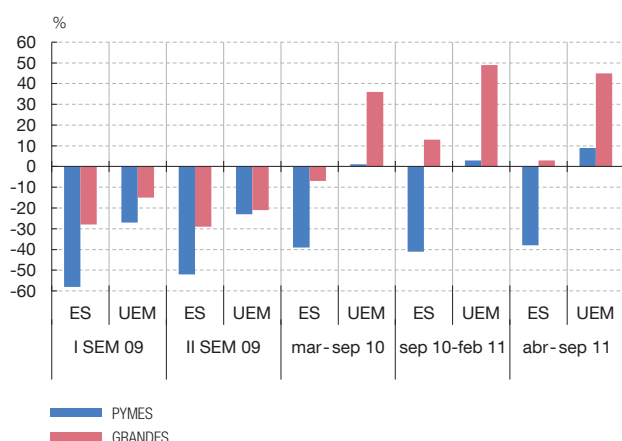
Introducción

El acceso a la financiación externa es un condicionante importante para la creación de nuevas empresas y para su expansión y desarrollo posteriores. Generalmente, las pymes suelen experimentar en este ámbito más problemas que las grandes compañías, debido a la mayor dificultad de los prestamistas para evaluar su riesgo crediticio, lo que está fundamentalmente relacionado con la menor calidad y cantidad de información disponible sobre su situación financiera. Además, este tipo de problemas tiende a agravarse durante las fases bajistas del ciclo económico, ya que en estas etapas aumentan los riesgos asociados a la concesión de financiación, al tiempo que los prestamistas se vuelven más reacios a incurrir en los mismos.

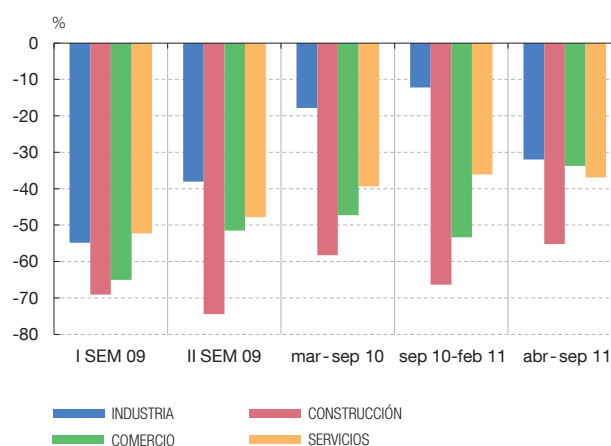
Durante los últimos años, en un contexto de crisis económica y financiera internacional, ha aumentado la preocupación por estas cuestiones tanto en nuestro país como en el resto del mundo, lo que ha llevado a muchos Gobiernos a introducir distintas medidas encaminadas a mitigar estos problemas. Fruto de ello, se han desarrollado también varias encuestas dirigidas a las pymes que resultan de gran utilidad para valorar el alcance de estas dificultades. Entre ellas se encuentra la Encuesta sobre las Condiciones de Acceso a la Financiación de las Pymes en el Área del Euro (ECAF), elaborada por el Banco Central Europeo en colaboración con la Comisión Europea. La ECAF se realiza desde 2009, tiene una periodicidad semestral y consta de una muestra que actualmente contiene algo más de 8.000 sociedades domiciliadas en la UEM, de las cuales alrededor de 1.000 son españolas. Aunque el grueso de la muestra son pymes, se dispone también de un grupo de empresas de mayor dimensión, lo que permite comparar los resultados para los diferentes tamaños de las compañías. El cuestionario incluye preguntas relacionadas con la evolución reciente y perspectivas de la situación económica y financiera de las empresas y con la percepción de estas sobre el acceso a la financiación externa. Otra encuesta que permite realizar un seguimiento del acceso de las pymes españolas a la financiación ajena es la elaborada por la Cámara de Comercio y el ICO. Esta última presenta algunas ventajas en comparación con la ECAF, como son la mayor periodicidad (trimestral) y la inclusión de algunas cuestiones que no cubre aquella, como, por ejemplo, el uso de las líneas del ICO o de avales proporcionados por las sociedades de garantía recíproca. Sin embargo, a diferencia de la ECAF, no es posible realizar comparaciones con las sociedades nacionales de mayor dimensión o con las pymes del conjunto de la UEM, ni relacionar el curso de las condiciones de financiación con la marcha de las compañías.

En este contexto, en este artículo se explotan los resultados de la ECAF con el fin de analizar la evolución, durante los últimos años, en la percepción de las pymes españolas sobre las condiciones de acceso a la financiación externa, comparándola con la de las sociedades nacionales de mayor dimensión y con la de sus homólogas de la UEM. Dado que un condicionante importante para el acceso a fondos externos es la evolución económica de las compañías, se examinan inicialmente (en el segundo epígrafe) las respuestas referidas al curso de las ventas y los beneficios, con un desglose sectorial. Posteriormente (en el tercero), se estudian las contestaciones a las preguntas relacionadas con el acceso a la financiación externa, con especial atención al crédito bancario, por ser la fuente de recursos más utilizada por las empresas de menor tamaño. En el

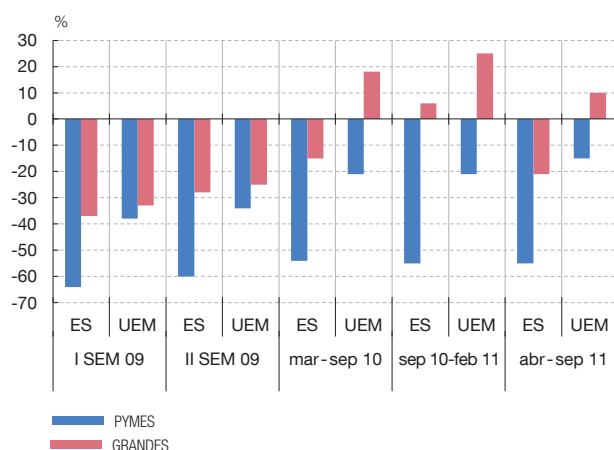
EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS. DESGLOSE POR TAMAÑO



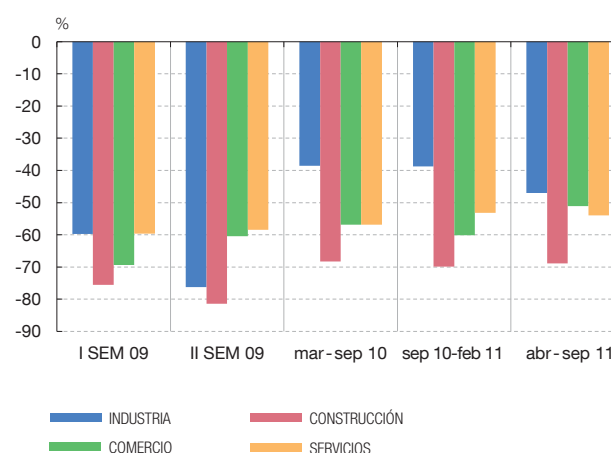
EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS. DESGLOSE POR SECTOR. PYMES DE ESPAÑA



EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS. DESGLOSE POR TAMAÑO



EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS. DESGLOSE POR SECTOR. PYMES DE ESPAÑA



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Porcentaje de empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.

cuarto epígrafe se describen las expectativas de futuro sobre el acceso a la financiación externa y la situación económica de las empresas. Finalmente, en el último se resumen las principales conclusiones.

Situación económica de las empresas

Los resultados de la ECAF muestran que, durante los últimos años, se habría producido un deterioro continuo y generalizado de la actividad productiva de las pymes españolas. Así, en el panel superior izquierdo del gráfico 1 se observa que la proporción de estas compañías que han experimentado disminuciones en las ventas ha superado ampliamente durante todo el período analizado (enero de 2009 a septiembre de 2011) a la de las que declaran aumentos en esta partida. No obstante, en las tres últimas oleadas de la encuesta, que cubren el intervalo temporal que va desde marzo de 2010 a septiembre de 2011, el porcentaje neto de las que señalan descensos en la cifra de negocio (esto es, la diferencia entre las que reportan caídas y las que indican ascensos), aun manteniéndose en un nivel muy elevado, se ha estabilizado en torno al 40 %, dato inferior al registrado anteriormente, y especialmente al correspondiente al primer semestre de 2009, cuando dicho indicador se situó cerca del 60 %.

En términos de la evolución de los beneficios empresariales (panel inferior izquierdo del gráfico 1), el panorama es muy parecido al descrito en el caso de las ventas, aunque con porcentajes netos de caídas aún mayores. En efecto, durante todo el período analizado, el porcentaje neto de pymes españolas que declaró un descenso de sus resultados económicos fue muy elevado, si bien también se observa una reducción progresiva desde el 64 % registrado en el primer semestre de 2009 hasta el 55 % de la última oleada, que cubre el semestre abril-septiembre de 2011.

De acuerdo con los resultados de la ECAF, esta evolución de la actividad y de los beneficios de las pymes españolas habría sido más desfavorable que la experimentada por las empresas nacionales de mayor dimensión. Este resultado también se observa en el conjunto de la UEM, y sugiere que las compañías de menor tamaño españolas y del área del euro se habrían visto comparativamente más afectadas por la crisis económica.

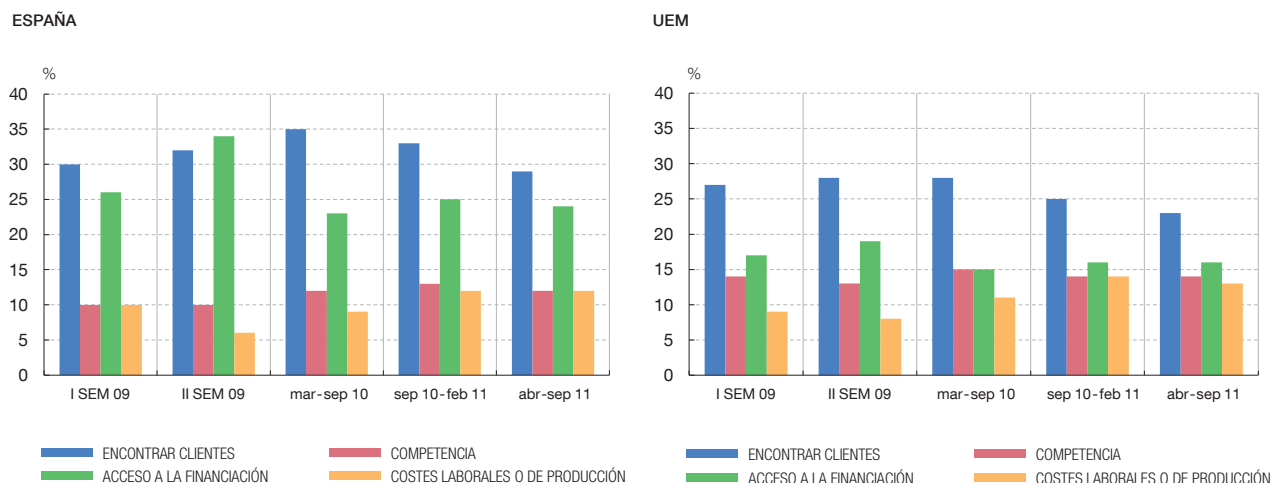
Asimismo, en comparación con sus homólogas de la UEM, las pymes españolas habrían experimentado una evolución más negativa tanto en la cifra de negocios como en los beneficios, en línea con la mayor profundidad de la crisis en nuestro país. De hecho, durante las tres últimas oleadas (marzo de 2010 a septiembre de 2011), el número de pymes europeas que declararon un aumento de las ventas superó, aunque ligeramente, al de las que señalaron descensos en esta partida. En términos de los resultados económicos, la proporción de las pymes de la eurozona que, en este mismo período, indicaban retrocesos seguía superando a la de las que reportaban aumentos, aunque las diferencias eran sustancialmente menores que las que se registraban en España.

Descendiendo al detalle por ramas productivas (véanse paneles de la derecha del gráfico 1), se observa que el deterioro de la actividad económica de las pymes españolas afectó a todos los sectores sin excepción, si bien en el de la construcción la evolución negativa de las ventas y los beneficios fue más generalizada, ya que afectó a un porcentaje más elevado de compañías, en sintonía con la mayor incidencia de la crisis en la rama inmobiliaria. Por el contrario, de entre los sectores analizados, el industrial fue el que tendió a presentar un comportamiento menos desfavorable, si bien durante la última oleada (correspondiente al semestre abril-septiembre de 2011) las diferencias con los otros dos (comercio y servicios) fueron poco significativas.

Acceso a la financiación externa

Las pymes españolas encuestadas en la ECAF han venido indicando durante los últimos años que el acceso a la financiación es uno de los principales problemas a los que deben enfrentarse (véase panel izquierdo del gráfico 2). La relevancia de este factor alcanzó los niveles más elevados durante el segundo semestre de 2009, cuando casi un 35 % de las compañías de la muestra lo consideraron su problema más importante, ligeramente por encima del segundo factor (la falta de clientes). Posteriormente, la preocupación por estas dificultades habría disminuido algo, situándose por detrás de las asociadas a las ventas, aunque en las últimas dos oleadas alrededor del 25 % de las compañías todavía seguía señalando los problemas de acceso a fondos externos como el mayor obstáculo al que deben enfrentarse. En el conjunto de la UEM, la proporción de sociedades de menor dimensión que responden en este sentido ha tendido a ser más reducida que en España (entre el 15 % y el 20 %) a lo largo del período analizado, si bien también en este caso es el segundo factor más citado por estas compañías (véase panel derecho del gráfico 2), por detrás de la falta de clientela.

Por otra parte, el panel superior izquierdo del gráfico 3 muestra que el grado de accesibilidad a la financiación bancaria percibido por las pymes españolas ha tendido a empeorar



FUENTE: Banco Central Europeo.

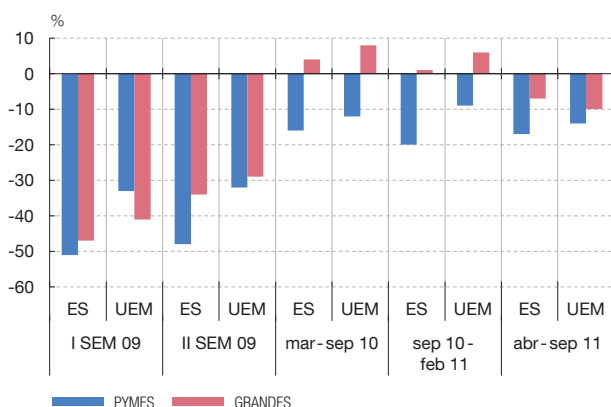
de forma ininterrumpida desde 2009, aunque durante las tres últimas oleadas lo habría hecho a un menor ritmo. Así, entre abril y septiembre de 2011, el porcentaje neto de este tipo de compañías que detectaron un deterioro en este sentido fue de un 17 %, frente al 51 % registrado en el primer semestre de 2009. También se ha ido reduciendo progresivamente la proporción de estas sociedades que vieron denegadas sus peticiones de financiación bancaria, desde su valor máximo, un 25 %, alcanzado en la segunda mitad de 2009, hasta el 11 % del período abril-septiembre de 2011 (véase panel inferior izquierdo del gráfico 3).

Los paneles izquierdos del gráfico 3 también revelan que los problemas de acceso de las pymes españolas a la financiación bancaria habrían sido, a lo largo del período analizado, más acusados que los experimentados por las empresas de mayor dimensión, ya que tanto el porcentaje neto de deterioro como la proporción de solicitudes rechazadas han sido más elevados para el primer grupo. Este resultado seguramente está relacionado, al menos en parte, con la evolución más desfavorable de los beneficios en las compañías de menor tamaño, que habría tenido un impacto negativo sobre su capacidad para hacer frente a los pagos asociados a los préstamos.

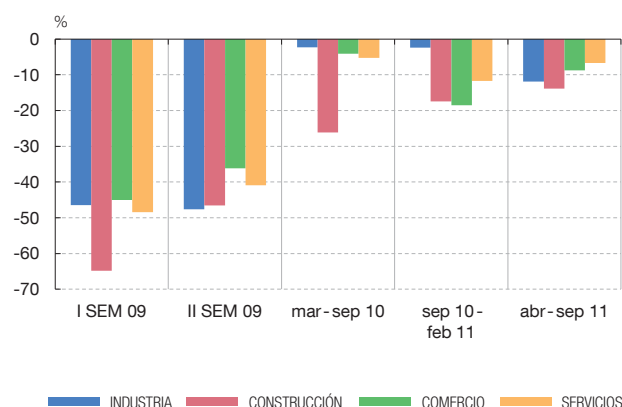
En comparación con sus homólogas del conjunto de la UEM, el grado de acceso a la financiación bancaria de las pymes españolas ha seguido una evolución más negativa en los dos indicadores analizados, característica que seguramente no es ajena al mayor impacto que la crisis ha tenido sobre los beneficios de las empresas de menor dimensión de nuestro país. En todo caso, durante las últimas oleadas se detecta una tendencia de progresiva aproximación hacia los valores registrados por las compañías europeas.

El desglose por sectores apunta a que la pauta que muestran los datos agregados ha sido relativamente generalizada por ramas productivas (véanse paneles de la derecha del gráfico 3). Por otra parte, se observa que, en línea con la evolución de las ventas y los beneficios, la construcción ha tendido a presentar un mayor deterioro en el acceso a la financiación bancaria en comparación con los otros sectores, aunque las diferencias han sido menos pronunciadas, especialmente durante las últimas oleadas, que las que se detectan al analizar el curso de la cifra de negocios y los resultados corporativos.

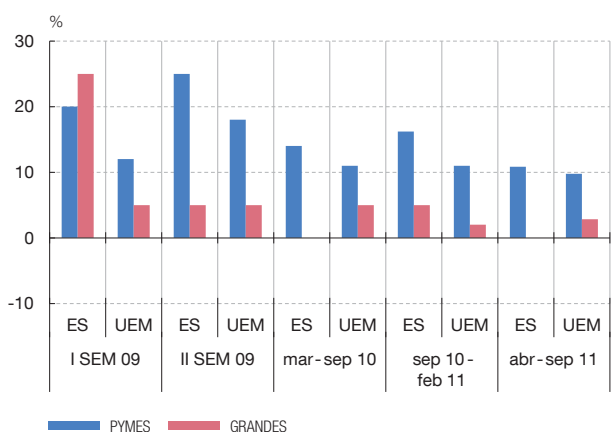
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. DESGLOSE POR TAMAÑO (a)



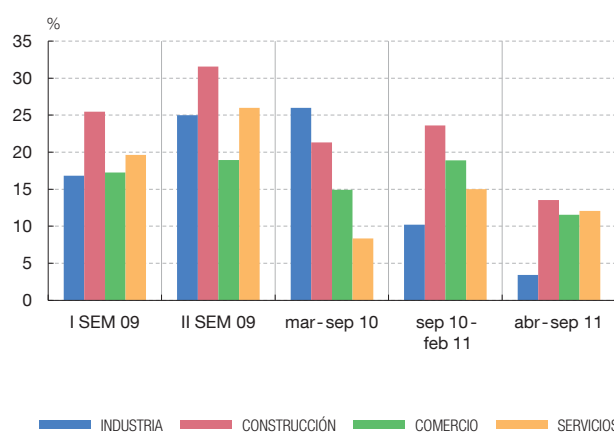
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. DESGLOSE POR SECTOR. PYMES DE ESPAÑA (a)



PORCENTAJE DE RECHAZO DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. DESGLOSE POR TAMAÑO



PORCENTAJE DE RECHAZO DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. DESGLOSE POR SECTOR. PYMES DE ESPAÑA

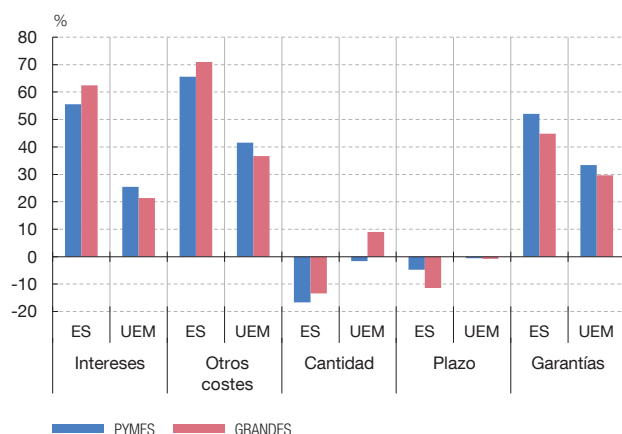
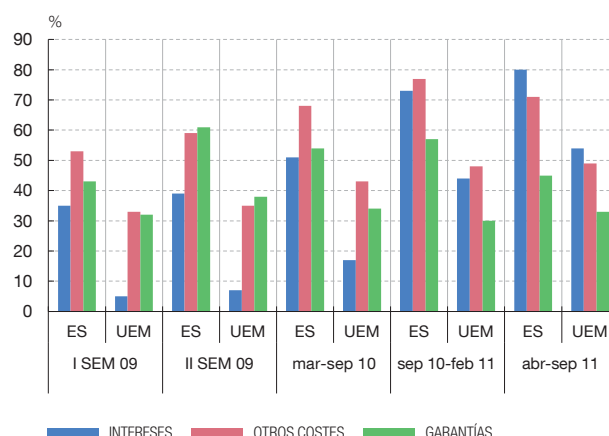
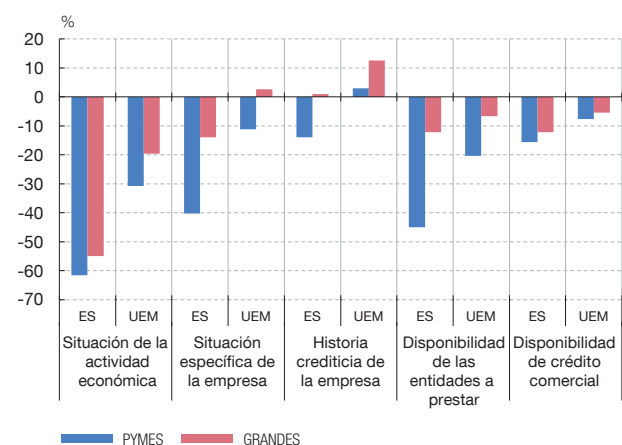
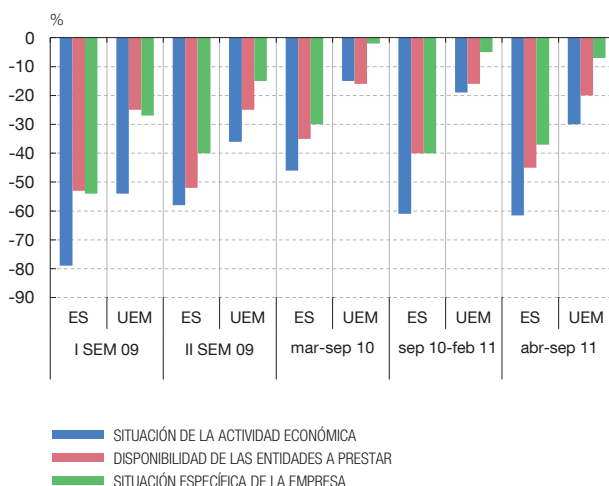


FUENTE: Banco Central Europeo.

a Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.

Además de las dificultades de acceso a la financiación bancaria, las pymes encuestadas también han venido señalando que, a lo largo del período analizado, se ha producido un endurecimiento continuado en la mayoría de las condiciones crediticias aplicadas a estos préstamos, y especialmente en lo relativo a los tipos de interés, en el resto de costes y en las garantías exigidas (véanse paneles superiores del gráfico 4). A diferencia de lo que ocurre con el grado de acceso, en este caso no se detectan indicios tan claros de moderación en el ritmo de deterioro de las condiciones aplicadas. Nuevamente, el endurecimiento observado habría afectado a una proporción más elevada de compañías en comparación con la UEM.

La ECAF también permite analizar la percepción de las sociedades encuestadas sobre la evolución de las variables que afectan a la disponibilidad de financiación externa. Las pymes españolas han venido destacando la situación de la actividad económica y, en menor medida, la disposición de las entidades a prestar y la situación específica de la empresa, como las que experimentaron un mayor deterioro a lo largo del período analizado (véanse paneles inferiores del gráfico 4). La evolución histórica de estos factores

EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA (a).
DESGLOSE POR TAMAÑO. PROMEDIO DE ENERO DE 2009 A SEPTIEMBRE DE 2011EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN BANCARIA (a).
PYMESFACTORES RELEVANTES EN EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA (a).
DESGLOSE POR TAMAÑO. PROMEDIO DE ENERO DE 2009 A SEPTIEMBRE DE 2011FACTORES RELEVANTES EN EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA (a).
PYMES

FUENTE: Banco Central Europeo.

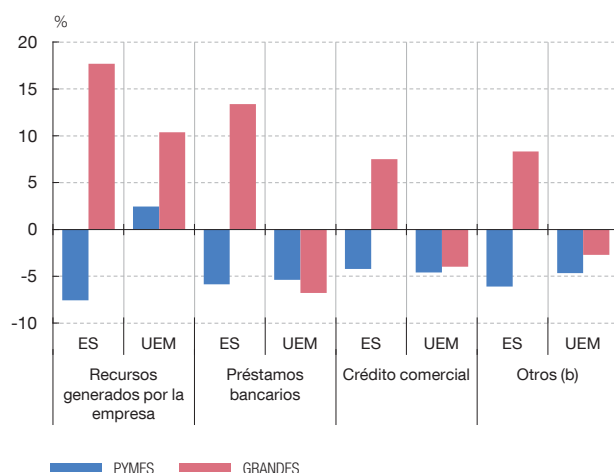
a Porcentaje de empresas que señalan un aumento (mejora) menos el de las que señalan descenso (deterioro).

evidencia un aumento, durante las dos últimas encuestas realizadas, del porcentaje neto de empresas de menor dimensión que declararon un empeoramiento de estos tres factores, aunque sin llegar a alcanzarse los valores registrados en el primer semestre de 2009. De nuevo, se observa en este caso cómo la proporción neta de las pymes de la UEM que señalan un deterioro de estos elementos ha tendido a ser inferior a la que se deduce de las respuestas de sus homólogas de nuestro país.

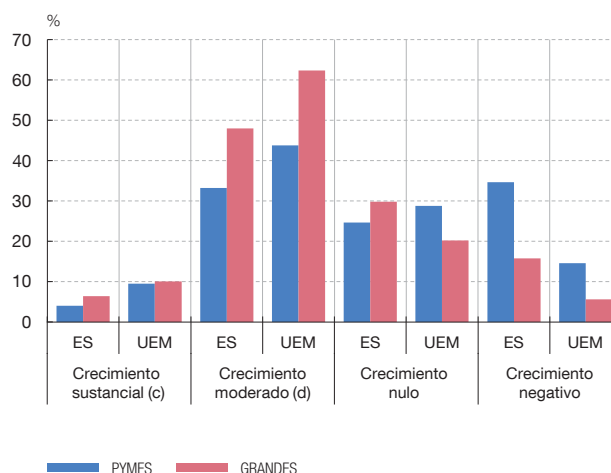
Expectativas de futuro

Según se observa en el panel de la izquierda del gráfico 5, las pymes españolas esperaban, a finales del pasado ejercicio, que en términos netos sus posibilidades de acceso a nueva financiación continuarían empeorando durante los seis meses siguientes, tanto la procedente de recursos generados por las propias empresas (beneficios no distribuidos, fundamentalmente) como la obtenida a partir de fuentes externas (préstamos bancarios, crédito comercial y otros). No obstante, la diferencia entre las respuestas positivas y negativas en todas estas preguntas arrojaba un balance reducido (alrededor del 5 %). En una línea similar se manifestaban las sociedades medianas y pequeñas del conjunto de la

EXPECTATIVAS DE ACCESO A FINANCIACIÓN EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (a)



PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA EMPRESA EN LOS PRÓXIMOS DOS O TRES AÑOS



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
b Descubiertos bancarios, líneas de crédito o tarjetas de crédito.
c Por encima del 20 % anual en términos de ventas.
d Por debajo del 20 % anual en términos de ventas.

UEM, salvo en lo referente a los recursos generados, única modalidad para la que el porcentaje de las que esperaban un comportamiento positivo en el corto plazo superaba al de las que opinaban lo contrario.

Las respuestas relativas a la confianza en obtener créditos bancarios en el corto plazo volvían a mostrar un peor posicionamiento de las pymes españolas, tanto en comparación con las de la eurozona como respecto a las empresas nacionales grandes. Así, mientras que un 75 % de estas últimas confiaban en poder conseguir financiación por esta vía en el futuro, este porcentaje disminuía en el caso de las sociedades pequeñas y medianas de la UEM hasta el 63 %, llegando a situarse en un 51 % para las pymes españolas encuestadas. Las mejores expectativas de las compañías de mayor tamaño también se extendían al resto de las fuentes de captación de fondos, tal como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 5.

Por otra parte, la última edición de la ECAF también indaga sobre los factores que pueden tener una mayor relevancia para facilitar el acceso a la financiación en el futuro. Las respuestas que fueron señaladas en mayor medida por las pymes españolas fueron los menores requerimientos de garantías, la existencia de incentivos fiscales y una simplificación de los trámites.

Por último, los datos más recientes recogidos en la ECAF evidencian unas expectativas económicas negativas de las pymes españolas a medio plazo. Así, el panel derecho del gráfico 5 muestra que un 60 % de estas sociedades estimaban, a finales del pasado ejercicio, que sus ventas no iban a crecer o que presentarían un avance negativo en los siguientes dos o tres años, mientras que la mayoría tanto de las compañías de nuestro país de tamaño grande como de las pymes del conjunto de la UEM preveían una expansión de su cifra de negocios, aunque moderada, en este mismo horizonte temporal.

Conclusiones

La ECAF evidencia que la situación económica de las pymes españolas se habría visto comparativamente más afectada por la crisis que la de las empresas nacionales de mayor dimensión, un resultado que está en línea con la información de las cuentas de las sociedades, disponibles hasta 2010¹. De acuerdo con esta misma encuesta, el empeoramiento de la actividad y los beneficios de las compañías de menor tamaño de nuestro país habría sido también más acusado que el de sus homólogas de la UEM.

Las pymes españolas encuestadas declaran que el deterioro de su situación económica durante los últimos años habría venido acompañado de un incremento continuado de las dificultades para el acceso a la financiación externa, si bien el ritmo de aumento habría tendido a moderarse a partir de 2010. Nuevamente, el empeoramiento percibido en este sentido habría sido más acusado que el que informan tanto las empresas nacionales de mayor dimensión como las pequeñas y medianas del área del euro, desarrollo que no es ajeno, seguramente, a la evolución más desfavorable de los resultados económicos de las pymes de nuestro país, que habría incidido negativamente sobre su capacidad de hacer frente a los pagos asociados a eventuales nuevos pasivos.

De acuerdo con sus respuestas en la encuesta, las expectativas de las pymes españolas sobre el acceso a la financiación durante los próximos meses tampoco son positivas, ya que las que en la última ola indicaron un nuevo aumento de las dificultades superan a las que señalaron una mejoría, si bien la diferencia entre ambas es relativamente reducida. Las perspectivas sobre el crecimiento del negocio a medio plazo eran asimismo negativas, ya que una mayoría esperaba un avance nulo o negativo durante los próximos dos o tres años, una previsión más desfavorable que la que reportaron tanto las compañías nacionales de mayor dimensión como las pequeñas y medianas de la UEM.

10.4.2012.

¹ Véase «Resultados de las empresas no financieras en 2010 y hasta el tercer trimestre de 2001», en el *Boletín Económico* del Banco de España de noviembre de 2011.

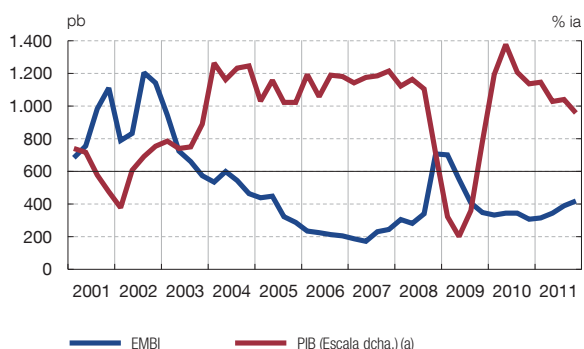
Introducción

En el conjunto de 2011, América Latina registró un crecimiento del 4,4 % anual, cifra que, aunque supone una moderación de casi dos puntos respecto a 2010 (similar a la experimentada por el conjunto de las economías emergentes), puede valorarse como un buen desempeño, en un año en que la crisis del área del euro se profundizó, y alteró el curso de la recuperación de la economía mundial. Así, tras un primer semestre muy dinámico, el crecimiento regional experimentó una notable desaceleración entre el tercer y cuarto trimestres, acusando el impacto de la crisis europea a través, principalmente, de los precios de los activos financieros y de las materias primas (véase gráfico 1). Además, este impacto se solapó con el efecto retardado del endurecimiento de las políticas monetarias desde 2010 en varios países latinoamericanos. Dicha desaceleración no fue sin embargo generalizada, al menos en cuanto a intensidad. Afectó singularmente a Brasil y, en menor medida, a Argentina, que presentaban a comienzos de 2011 síntomas de sobrecalentamiento. En cambio, países como Colombia y Venezuela, más rezagados en el ciclo económico, o Perú, mostraron un notable dinamismo y una mayor resistencia también en el segundo semestre.

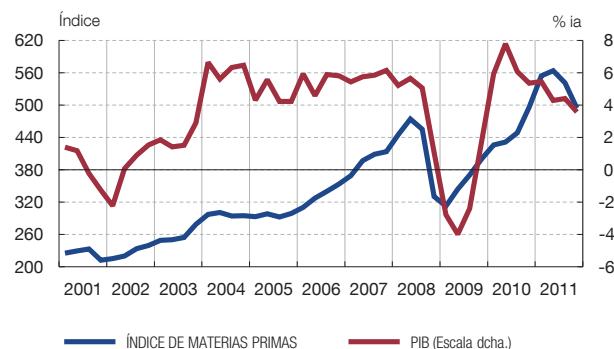
Los indicadores de mayor frecuencia publicados en los primeros meses de 2012 muestran indicios de recuperación de la actividad, en línea con los PMI y el ciclo industrial mundial tras el paréntesis del otoño, pero, sobre todo, el mantenimiento de la pujanza de la demanda interna en la mayoría de los países. En la misma línea, la evolución de los mercados financieros latinoamericanos en los últimos meses ha sido favorable. En este sentido, es probable que la rápida adaptación de las políticas económicas al nuevo entorno de mayor riesgo, tras el verano, y el retorno de los flujos de capital desde principios de 2012 —en un entorno caracterizado por la adopción de nuevas medidas de expansión de la liquidez en los países desarrollados— hayan servido para alejar el riesgo de una desaceleración más profunda de la actividad en la región, aunque planteen nuevos dilemas. A pesar de ello, el crecimiento en América Latina podría moderarse adicionalmente en 2012, hacia una tasa en línea con el potencial, con riesgos a la baja derivados del entorno exterior, entre los que destaca el de un posible deterioro de la situación europea.

Por su parte, la inflación promedio de la región cerró 2011 con una tasa interanual del 7,1 %, superior a la de la primera parte del año, mostrando cierta resistencia a la baja en un entorno de menor crecimiento y corrección de los precios de las materias primas. Esta resistencia ha sido más acusada que la registrada en otras áreas emergentes, como Asia o Europa del Este. Los precios solo han empezado a mostrar alguna corrección recientemente (principalmente, en Brasil), de modo que la inflación medida en promedio regional se ha situado en marzo en el 6,2 % interanual. Tres de los cinco países con objetivos de inflación (Brasil, Colombia y México) cumplieron con ellos en 2011, aunque en todos la inflación se situó en el intervalo superior de la banda de tolerancia. En cualquier caso, el banco central de Brasil continuó el ciclo de descenso de los tipos de interés iniciado en agosto, con recortes muy significativos, y el de Chile redujo su tipo oficial en 25 pb a comienzos de 2012. Aunque tan solo Argentina y Venezuela siguen presentando una vulnerabilidad destacada por su elevada inflación, en varios países preocupan, de forma más prominente que en los tres últimos años, los riesgos para la inflación que provienen de la situación cercana al pleno empleo en el mercado formal de trabajo y de las incipientes presiones salariales, que podrían sustentar una mayor expansión de la demanda, y del encarecimiento del petróleo. De hecho, en los últimos meses se ha observado en varios países un cierto repunte de las expectativas de inflación.

EMBI Y PIB



ÍNDICE DE MATERIAS PRIMAS Y PIB



FUENTE: Datastream.

a Agregado de las siete principales economías: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Finalmente, también empiezan a observarse vulnerabilidades en el ámbito del sector exterior —con un número creciente de países de la región presentando déficit por cuenta corriente, a pesar de la elevada demanda de materias primas— y en las cuentas fiscales, que se han traducido en episodios de presiones financieras y en la adopción de medidas de corte heterodoxo y/o proteccionista en algunos casos (véase la sección sobre procesos de integración comercial y políticas estructurales).

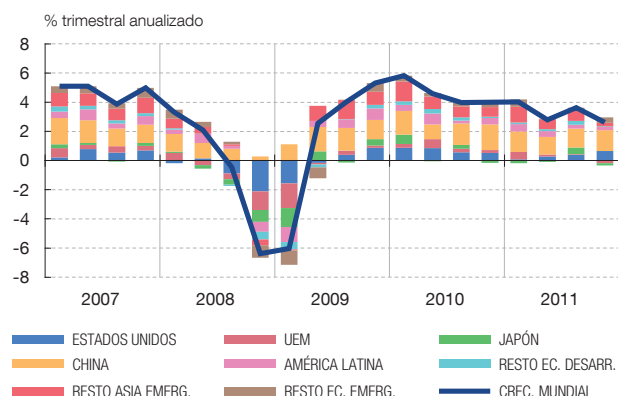
Evolución económica y financiera: entorno exterior

En los últimos meses de 2011, la evolución económica y financiera a escala global estuvo marcada por las elevadas tensiones en los mercados financieros internacionales derivadas del recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana en la UEM y las posibles consecuencias para el proceso de recuperación de la economía mundial. En los comienzos de 2012 se ha apreciado una suavización de estas tensiones en los mercados europeos, así como una mejora de los indicadores económicos en diversas regiones, si bien en los primeros compases de abril se ha registrado un nuevo episodio de inestabilidad asociado a la crisis europea, que, de momento, ha tenido un impacto limitado en otras áreas.

En el cuarto trimestre de 2011 se apreció una notable ralentización de la actividad en las principales economías avanzadas —se registraron caídas trimestrales del PIB en Japón, el Reino Unido y la UEM—, con la excepción de Estados Unidos, que experimentó una mejora de su tasa de crecimiento (véase gráfico 2) y cuyo mercado laboral mostró señales de mejora. No obstante, en los primeros compases de 2012 se han observado signos de estabilización, con un repunte de los indicadores de alta frecuencia de actividad y confianza. Con todo, dado el menor margen de actuación de las políticas de estímulo y la corrección en marcha de los desequilibrios acumulados en la fase expansiva, se espera que la recuperación siga siendo moderada, de modo que la tasa de crecimiento en el conjunto de las economías avanzadas esté ligeramente por debajo de la de 2011 en el promedio para 2012.

Las tasas de inflación de las economías avanzadas tocaron techo a finales del tercer trimestre de 2011 y, desde entonces, se redujeron gradualmente, en un contexto de debilidad económica y de moderación de los precios de las materias primas, desde los máximos alcanzados en la primavera. Estos precios han vuelto a repuntar a principios de 2012, especialmente en el caso del petróleo —llegando a superar el barril de Brent los 125 dólares—, como consecuencia de algunos factores específicos de oferta, principalmente las

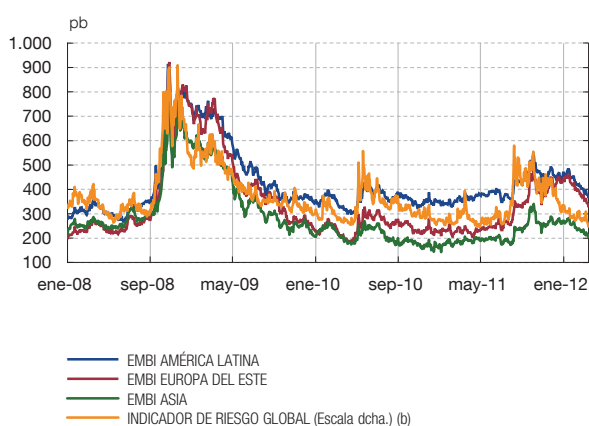
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



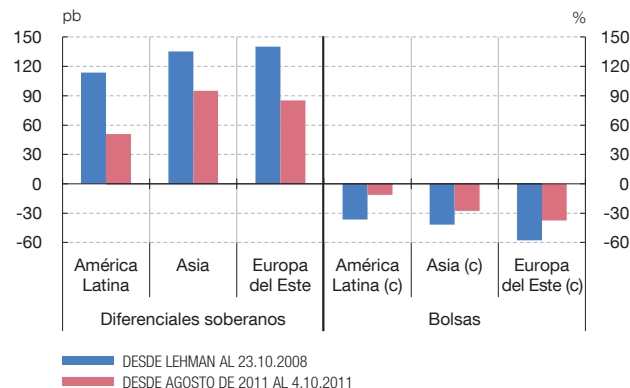
BOLSAS MUNDIALES (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS E INDICADOR DE RIESGO GLOBAL



DIFERENCIALES SOBERANOS Y BOLSAS



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- a Índices en dólares.
b Índice VIX.
c Índices MSCI en moneda local.

tensiones en Irán, y de la demanda de las economías emergentes. Los bancos centrales de las principales economías avanzadas siguieron implementando políticas expansivas, a través de medidas de expansión cuantitativa y otras medidas no convencionales, y de cambios en sus estrategias de comunicación. En el plano fiscal, las economías avanzadas siguen enfrentándose a importantes retos de consolidación de las finanzas públicas, sin margen para la introducción de medidas expansivas, aunque en algunas de ellas se está optando por retrasar algo el proceso de consolidación fiscal en el corto plazo.

Por su parte, las economías emergentes siguieron mostrando una mayor resistencia, aunque el aumento de la aversión global al riesgo, en la segunda parte de 2011, junto con la debilidad de la demanda externa y el efecto retardado de sus políticas económicas restrictivas, determinaron una evolución menos favorable de la actividad. La desaceleración fue más marcada en las economías de Europa emergente, con unos vínculos comerciales y financieros más estrechos con el área del euro. En el otro extremo, destacó, una vez más, la notable resistencia de la economía de China, que aun así no ha sido inmune a la situación global y cuya actividad muestra una cierta moderación. La inflación también

tendió a moderarse en la última parte de 2011 y principios de 2012, aunque se mantuvo en niveles relativamente elevados. En este contexto de ralentización económica y menor inflación, varios bancos centrales tendieron a relajar el tono de sus políticas monetarias durante la segunda mitad del año y, sobre todo, a comienzos de 2012.

En este contexto, en el tramo final de 2011 los mercados financieros internacionales continuaron condicionados por la evolución de la crisis soberana europea, y en particular por las dificultades del sector bancario de la UEM para financiarse en los mercados mayoristas. Estos problemas se transmitieron a otras áreas, reflejándose en una huida hacia la calidad —que propició la apreciación del dólar y el descenso de la rentabilidad de la deuda pública americana o británica—. A comienzos de 2012, algunos avances en la situación europea y el alejamiento de alguno de los riesgos más extremos favorecieron la mejora de la confianza. En este contexto, se observaron un repunte significativo en la mayoría de las cotizaciones bursátiles y un incremento en el apetito por el riesgo (véase gráfico 2). No obstante, en las últimas semanas se ha producido un nuevo rebrote de las tensiones en los mercados europeos que pone de manifiesto la fragilidad de la situación actual.

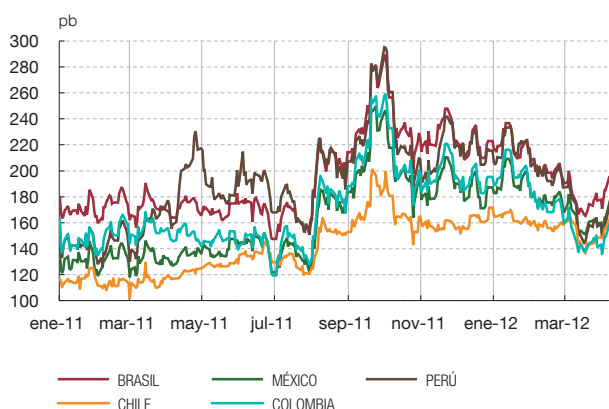
Mercados financieros y financiación exterior

En línea con lo sucedido en los mercados financieros internacionales, en el último trimestre de 2011 los mercados latinoamericanos se vieron afectados por la intensificación de la crisis de deuda soberana en el área del euro a partir del verano. La situación cambió en enero de 2012, con una clara recuperación de las bolsas, un descenso de los indicadores de riesgo de crédito, la reanudación, a fuerte ritmo, de las entradas de capitales, y la recuperación de los tipos de cambio. Esta mejora, que se ha mantenido durante el primer trimestre, ha revertido, en parte, en las últimas semanas de marzo y el comienzo de abril, como consecuencia de deterioro observado también en los mercados internacionales.

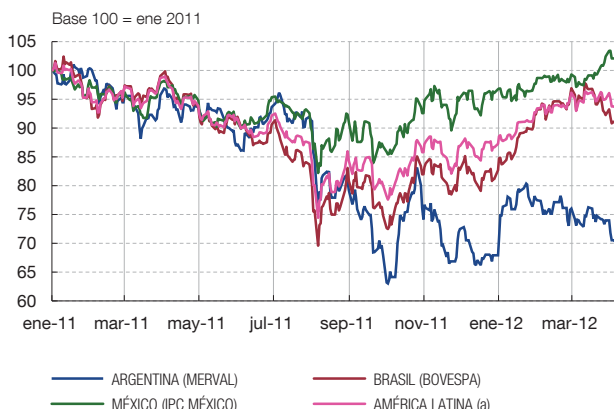
En cualquier caso, el contagio de la crisis de la UEM hacia América Latina ha resultado ser relativamente limitado en intensidad y duración. A esta circunstancia han contribuido tanto factores externos, que han permitido moderar las tensiones en los mercados financieros —fundamentalmente, la inyección de liquidez a medio plazo por parte del BCE, en diciembre, y la mejora de las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos—, como internos. Entre estos últimos, destaca la solidez de los fundamentos económicos, que ha permitido que los países de la región atravesaran la crisis financiera global sin experimentar un deterioro significativo de sus sistemas financieros o de sus indicadores de sostenibilidad públicos o externos. Aunque algunos de los potenciales canales de transmisión de la crisis —la elevada participación europea en la inversión extranjera directa hacia América Latina, en los flujos de cartera, y en la propiedad de algunos sistemas bancarios latinoamericanos— no fueron ajenos a las tensiones, tampoco transmitieron impactos de la magnitud de los observados en 2008 con el episodio de *Lehman Brothers*, ni han dado lugar a una restricción del crédito interno en estas economías. Así, las caídas en los precios de los activos financieros fueron de menor intensidad que las registradas en septiembre de 2008 (véase gráfico 3), de modo que en marzo de 2012 se habían recuperado ya los niveles de julio de 2011 previos a las tensiones.

El repunte experimentado por los diferenciales soberanos de la región (EMBI Latinoamérica) desde octubre hasta finales de año fue relativamente limitado, desde los 440 puntos básicos (pb) hasta los 490 pb. La bolsa latinoamericana registró una caída, medida en dólares, superior al 11 %, similar a la de Asia y algo menor que la de Europa del Este, región más vinculada a la zona del euro (gráfico 2). Por países, el mayor deterioro se obser-

DIFERENCIALES SOBERANOS



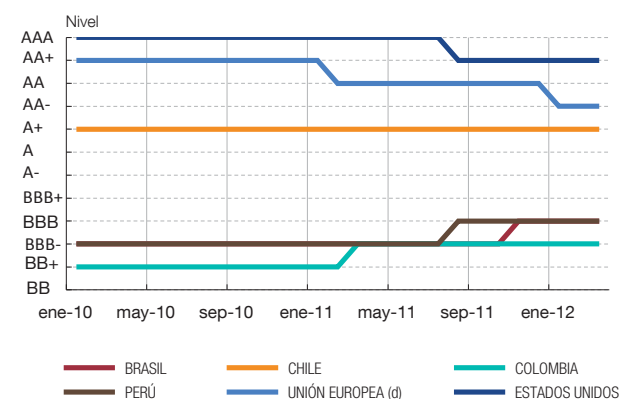
ÍNDICES DE BOLSA



TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



RATINGS SOBERANOS (c)



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a Índice MSCI América Latina en moneda local.

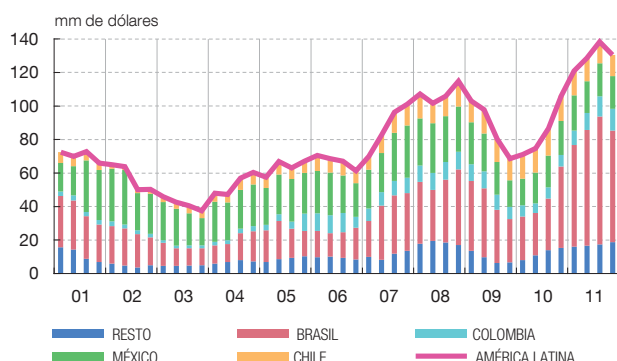
b Para Brasil, variación entre el 1 de diciembre y el 28 de febrero de 2012, mínimo de la cotización.

c Clasificación de Standard and Poor's.

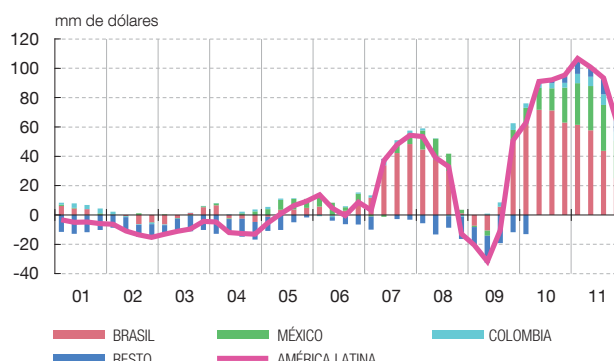
d Agregado de 11 países ponderado según su peso en el PIB mundial: Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda, Portugal y España.

vó en los países tradicionalmente más vulnerables, como Argentina, cuyo diferencial soberano aumentó en más de 125 pb y cuya bolsa cayó más de un 17 %, influida también por factores idiosincrásicos: entre otros, los derivados de las medidas adoptadas para limitar la demanda de dólares. En Perú, en cambio, el aumento del diferencial se limitó a 27 pb, y en Chile y Brasil a algo más de 10 pb. En ese período, los tipos de cambio de las monedas de la región sufrieron una notable corrección, acumulando caídas entre el 9 % y el 16 % entre agosto y finales de 2011 (gráfico 3), especialmente aquellas con mercados más profundos y susceptibles de albergar operaciones de *carry trade*. La incertidumbre se reflejó, igualmente, en unas entradas netas de capitales en el cuarto trimestre sustancialmente inferiores a las registradas en el tercero, tanto de inversión exterior directa (con descenso de unos 5 mm de dólares para el agregado regional) como de inversión de cartera (caída de casi 9 mm de dólares), aunque se mantuvieron en niveles históricamente elevados. Además, las emisiones de renta fija en mercados internacionales, que habían alcanzado máximos históricos en 2010 y comienzos de 2011, disminuyeron en los dos últimos trimestres del año.

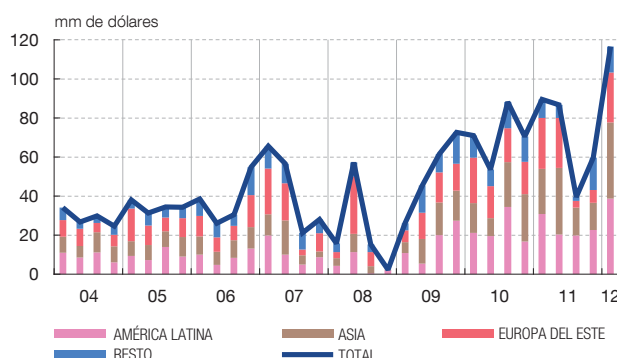
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS
EN DOCE MESES



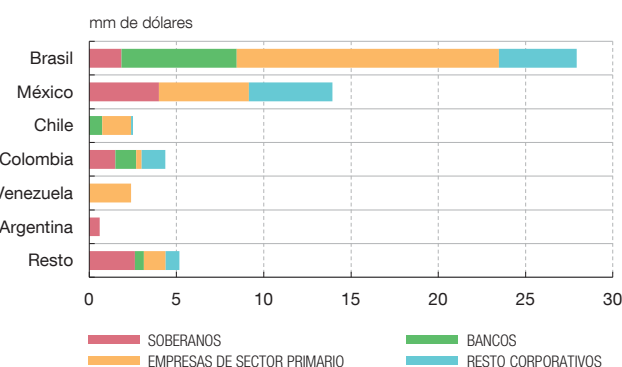
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA
LATINA: DE OCTUBRE DE 2011 A ABRIL DE 2012



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

Las mejores condiciones en los mercados internacionales, a partir de enero de 2012, se reflejaron en un fuerte aumento de las emisiones internacionales de las economías emergentes, que superaron los 115 mm de dólares en el primer trimestre del año (gráfico 4), un nuevo máximo histórico en un trimestre, de las que los emisores latinoamericanos supusieron un 33 %. Se produjeron colocaciones de soberanos en moneda local (Perú), hubo numerosas empresas que accedieron por vez primera a los mercados o realizaron operaciones en nuevos segmentos (por ejemplo, en renminbi), y se produjo la mayor emisión de la historia de un soberano o empresa emergente, 7 mm de dólares por la petrolera estatal brasileña. En este contexto, los indicadores financieros registraron una reversión de los movimientos anteriores, en términos de una reducción de los diferenciales del riesgo de crédito de la región de más de 115 pb, entre mediados de enero y mediados de marzo, y una subida de los índices bursátiles, medidos en dólares, del 10 %; esta recuperación fue algo menor que la del resto de regiones emergentes, que también se habían visto más afectadas por la crisis del área del euro. La favorable valoración de la región por parte de los inversores se reflejó, igualmente, en la estabilidad o mejora de las calificaciones soberanas (Brasil, Perú), en momentos en los que empeoraron las de algunos países desarrollados, y en unas probabilidades de impago muy bajas, medidas por las primas de los CDS. Así, la prima de riesgo media de la región, incluyendo Argentina y Venezuela, se situó por debajo de la de la zona del euro. Como se ha mencionado antes, la mejora de los mercados financieros del primer trimestre se ha frenado desde mediados de marzo, al recrudecerse la crisis soberana europea.

El repunte de las entradas de capitales generó una fuerte apreciación de las monedas (gráfico 3), que compensó parcialmente la depreciación registrada desde agosto de 2011 y volvió a resucitar los dilemas de política monetaria a los que se enfrentaban los bancos centrales de la región en 2010, esto es, cómo liberar la política monetaria de los condicionantes externos, y en especial de la apreciación generada por el elevado diferencial de tipos de interés con los países desarrollados. Las respuestas han sido diversas: incremento de los impuestos a las entradas de capitales (Brasil); reversión de medidas previas para frenar la depreciación (Colombia); recortes de tipos de interés (Brasil) o acumulación de reservas internacionales de divisas (Perú, Colombia o Brasil) (véase recuadro 1). Algunas de estas medidas parecen haber tenido efecto. Así, por ejemplo, el real brasileño se ha depreciado frente al dólar más de un 7 % en el último mes.

Actividad y demanda

En el conjunto de 2011, América Latina creció un 4,4 % en promedio, cifra que, aunque supone una moderación con respecto a 2010, incorpora efectos base, y refleja una apreciable resistencia de la región, en un año en el que la crisis del área del euro —segundo socio comercial de América del Sur, por volumen de exportaciones— se profundizó, deteriorando las perspectivas de recuperación de la economía mundial. Así, tras un primer semestre caracterizado por un importante dinamismo, con tasas trimestrales de crecimiento del PIB superiores al 1 %, la actividad en la región experimentó una sensible desaceleración en el tercer y cuarto trimestres, hasta tasas del 0,7 % y el 0,6 %, respectivamente (véase gráfico 5). La desaceleración fue más acusada en Brasil, aunque se dejó sentir también, en menor medida, en Argentina y, en el tercer trimestre, en Chile. De este modo, el perfil de crecimiento en el conjunto de la región describió una tendencia decreciente en términos interanuales, desde el 5,5 % del primer trimestre al 3,6 % del cuarto, lo que ha supuesto una notable desaceleración respecto al 6,3 % registrado en 2010 (véase cuadro 1).

Por componentes, la demanda interna siguió siendo el principal soporte de la expansión de la actividad (con una aportación de 5,5 pp al crecimiento del PIB), frente a una contribución negativa de 1,3 pp de la demanda externa (véase gráfico 6). No obstante, es importante señalar que la desaceleración del PIB en 2011 se debió en su totalidad al enfriamiento de la demanda interna, y en particular de la inversión (que redujo su crecimiento en 5 pp, hasta un 8,6 %), mientras que la externa neta, a pesar del complicado entorno exterior, moderó su detracción al crecimiento porque la ralentización de las importaciones fue superior a la de las exportaciones. Esta evolución indica que la demanda interna, que crecía en varios países a tasas muy elevadas como consecuencia, entre otros factores, de las políticas anticíclicas aplicadas tras la crisis, acabó reaccionando al endurecimiento de las políticas monetarias en 2010 y la primera parte de 2011, a la apreciación de los tipos de cambio y, en la última parte del año, al aumento de la incertidumbre derivado del recrudecimiento de la crisis en el área del euro. De esta forma, se moderó en cierto modo el riesgo de sobrecalentamiento en países como Brasil.

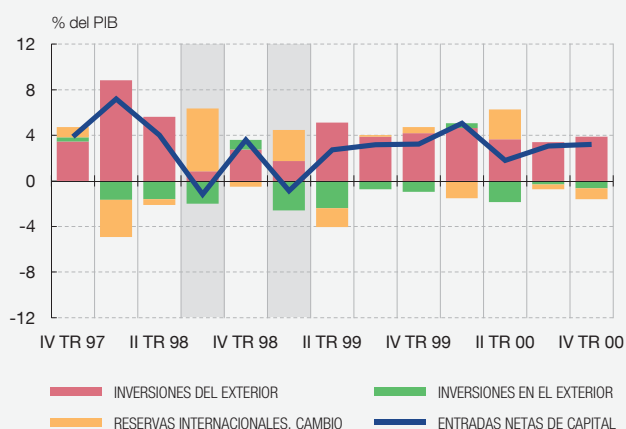
La desaceleración de la inversión fue especialmente intensa en Brasil y en Perú, pasando de tasas superiores al 20 % en 2010, a ritmos en torno al 5 % en 2011, en ambos países. En el caso de Brasil, vino influida por la apreciación del tipo de cambio y por problemas específicos en el sector de automóviles; en el de Perú, por un retroceso de la confianza, además de por el propio nivel alcanzado por la ratio inversión/PIB en los últimos años (25 %) y la desaceleración de la inversión pública. En Argentina, la inversión se desaceleró debido al deterioro de las perspectivas económicas, la incertidumbre en los mercados financieros entre agosto y noviembre, y la posterior aplicación de trabas a la importación y controles de capitales. En cambio, el gasto en inversión se aceleró en Colombia —sobre todo, por el fuerte crecimiento

La economía internacional ha registrado en los últimos veinte años un intenso proceso de integración financiera, caracterizado por el notable aumento de los flujos financieros internacionales y por su alcance global, extendiéndose a gran parte de los países del mundo, incluidas las economías emergentes. Sin embargo, el proceso ha sido muy irregular: los flujos internacionales aumentan fuertemente en períodos de estabilidad financiera global, y se reducen bruscamente en las fases de inestabilidad. En parte por este motivo, el proceso de integración financiera plantea riesgos particularmente acusados en países emergentes donde, en los períodos de fuertes inversiones del exterior, puede registrarse una excesiva apreciación del tipo de cambio y simultáneamente una intensa expansión del crédito. De forma opuesta, una reversión súbita de las inversiones del exterior expone a estos países a depreciaciones cambiarias y a carencias de financiación, que eventualmente pueden desembocar en caídas del PIB, o en crisis financieras y cambiarias. Un factor que puede amortiguar estos

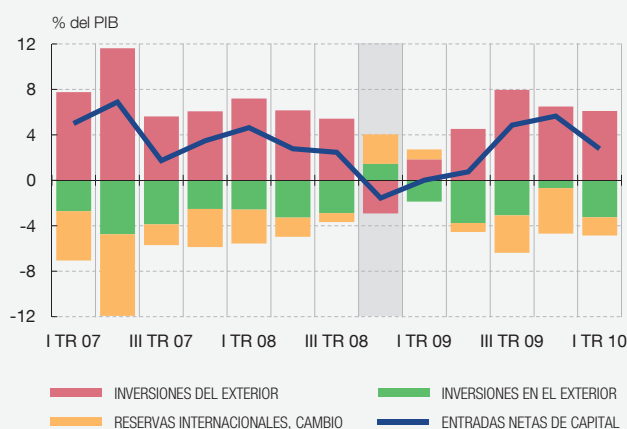
desarrollos es la reducción de los activos financieros en el exterior por parte de los residentes en épocas de tensión financiera¹. Este comportamiento ha sido frecuente en las economías avanzadas en tales períodos. En las emergentes, la acumulación de activos exteriores por parte del sector privado ha sido menor y tal vez por ello han acumulado reservas internacionales (activos exteriores de instituciones públicas) como mecanismo para hacer frente a estos episodios de contracción en la financiación externa. En este recuadro se revisa la evolución de los flujos financieros en América Latina en torno a los episodios de inestabilidad financiera de 1998 y 2008, que son particularmente interesantes por su carácter exógeno a la región. Esta evidencia confirma que, en el caso latinoamericano, en el último episodio de inestabilidad financiera se produjo una reducción de las inversiones en el exte-

1 Véase F. Broner, A. Erce, J. Didier y S. Schmuckler, *Gross Capital Flows: Dynamics and Crises*, Documentos de Trabajo, n.º 1039, Banco de España.

1.1 EN TORNO AL TERCER TRIMESTRE DE 1998

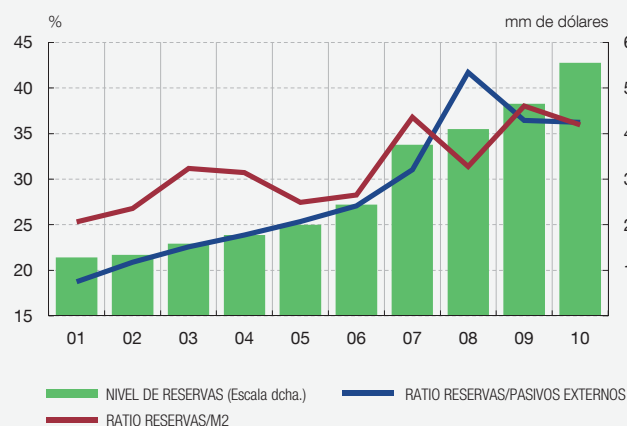


1.2 EN TORNO AL CUARTO TRIMESTRE DE 2008

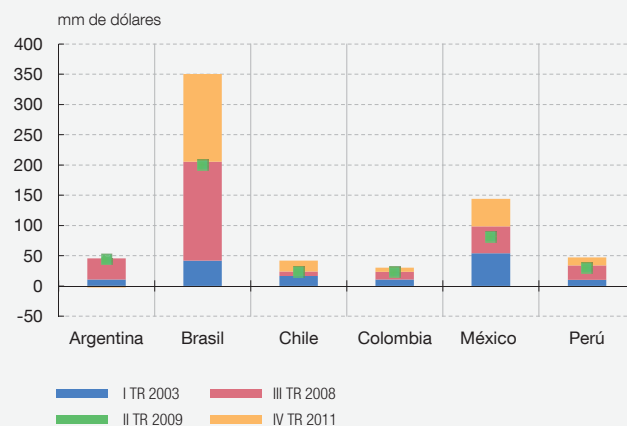


FUENTE: IFS (Fondo Monetario Internacional).

2.1 RATIOS DE RESERVAS PARA EL CONJUNTO DE LA REGIÓN



2.2 RESERVAS INTERNACIONALES POR PAÍSES



FUENTE: IFS (Fondo Monetario Internacional).

rior por parte de residentes, y en particular de las del sector privado, lo que, de acuerdo con la evidencia empírica reciente, podría haber estado asociado al mayor nivel de reservas internacionales en la región.

Los gráficos 1.1 y 1.2 muestran la evolución de los flujos financieros en torno a los trimestres de menores entradas netas de capital, que son destacados con un área sombreada en los dos episodios mencionados. En 1998, el detonante fue la reestructuración de deuda en Rusia, en el tercer trimestre del año, cuyo impacto se extendió de manera secuencial a gran parte de América Latina, siendo particularmente severo en Brasil, y recrudeciéndose en el primer trimestre de 1999. En 2008, la quiebra de *Lehman Brothers*, en el cuarto trimestre, fue el inicio de una crisis financiera y económica con un impacto muy notable en los flujos financieros de la región, que se prolongó a principios de 2009. En ambos episodios se produjo una contracción en las entradas netas de capital. En efecto, como recoge la línea del gráfico 1.1, en el tercer trimestre de 1998 se registraron, en términos anualizados, salidas netas de capital de América Latina del 1,2 % del PIB, frente a las entradas netas del 4 % del PIB en el trimestre precedente; y después de estabilizarse ligeramente en el siguiente trimestre, volvieron a registrarse salidas netas de capital a principios de 1999. La evolución de las entradas netas de capital tras la quiebra de *Lehman Brothers* en 2008 fue similar, con salidas netas del 1,6 % del PIB, en contraste con las entradas netas superiores al 5 % registradas en trimestres precedentes. Esta reducción fue relativamente generalizada por países, pero destacaron por su intensidad los casos de Brasil o Chile, países con mayor integración financiera y que habían recibido mayores entradas en los trimestres previos.

Como se observa en los gráficos 1.1 y 1.2, tanto en 1998 como en 2008 las salidas netas de capitales estuvieron asociadas a la reducción en las inversiones del exterior, es decir, a la menor financiación recibida, lo que comúnmente se llama un frenazo súbito (*sudden stop*) de capital. En el episodio de 1998 los flujos recibidos del exterior no llegaron a presentar un signo negativo, algo que sí ocurrió en 2008 (cuando las desinversiones del exterior superaron a las inversiones). Por otro lado, las inversiones en el exterior por parte de los residentes ofrecen un patrón diferenciado en ambos episodios. En efecto, en el tercer trimestre de 1998, el momento de mayor restricción de la financiación externa, los sectores privados residentes —la barra verde de los gráficos—, particularmente de Brasil, aumentaron sus inversiones en el exterior (lo que suele denominarse «huida de capitales») y esto explica gran parte del comportamiento agregado en América Latina². Por el contrario, en 2008 los residentes redujeron sus inversiones en el exterior, repatriando activos. Este cambio en la actuación de los

residentes en períodos de contracción en la financiación externa es de gran importancia: cuando, como sucedió en 1998, los capitales «huyen» al exterior coincidiendo con la restricción de la financiación externa, la contracción en la financiación neta puede ser muy elevada, y tener un impacto muy severo en las condiciones crediticias, la financiación de la deuda pública y, a través de diversos canales, la economía real. La conducta diferente de los inversores residentes en 2008 también explica la distinta necesidad de emplear reservas por parte del banco central (el otro componente, de titularidad pública, de los activos exteriores) para mitigar la pérdida de financiación. De este modo, en 1998 se registraron elevadas ventas de reservas, mientras que en 2008 la necesidad de estas ventas para compensar las desinversiones del exterior fue menor, dada la repatriación de inversiones por parte de residentes.

La mayor repatriación de recursos por parte de residentes en el episodio de inestabilidad de 2008 implica un comportamiento similar al de los países desarrollados y tiene una interpretación favorable: la mejora de la gestión económica y la reducción de las vulnerabilidades en este período habrían facilitado el mantenimiento de la confianza en el país y en la estabilidad del tipo de cambio.

Precisamente, el notable aumento en las reservas internacionales en todos los países de la región en términos absolutos, como se pone de relieve en el gráfico 2.1, contribuyó a esta reducción de la vulnerabilidad. La evolución de los ratios de reservas sobre pasivos financieros internacionales o sobre M2 —dos medidas habituales de adecuación de reservas internacionales— fue también al alza. La acumulación de reservas está impulsada en parte por la percepción sobre sus beneficios en períodos de inestabilidad financiera: por una parte, podrían tener un papel mitigador, al permitir compensar eventuales reducciones en las entradas netas de capitales, como se ha señalado; por otra, un papel preventivo, si evitan esas reducciones en las entradas netas de capitales o permiten mantener la confianza de los residentes en cada país, y de ese modo atenúan el riesgo de una fuga de capitales, como muestran Obstfeld *et al.* (2010)³. Jeanne y Rancière (2011) han destacado que el nivel de las reservas internacionales, que podría ser excesivamente elevado en muchos países cuando se tiene en cuenta exclusivamente su papel positivo sobre las entradas netas de capital o sobre las inversiones del exterior, podría resultar adecuado si contribuyera a moderar las inversiones en el exterior de los residentes en estos períodos⁴. Sin embargo, en ocasiones la acumulación de reservas tiende a exacerbar las entradas de capitales en épocas de bonanza, al consolidar las expectativas de apreciación cambiaria o reforzar la sensación de confianza en la economía receptora.

2 También en el caso de Chile, se ha destacado que en el conjunto de 1999 se produjeron mayores salidas de flujos financieros de lo habitual por parte de residentes, lo que explicaría la reducción de financiación que se registró (R. Caballero, K. Cowan y J. Kearns, *Fear of sudden stops: lessons from Australia and Chile*, 2004).

3 M. Obstfeld, J. Shambaugh y A. Taylor (2010), «Financial stability, the trilemma, and international reserves», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2 (2), pp. 57-94.

4 O. Jeanne y R. Rancière (2011), «The optimal level of reserves for Emerging Market Countries: a New Formula and Some Applications», *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 121 (555) pp. 905-930.

El efecto beneficioso de las reservas internacionales en períodos de inestabilidad financiera global es explorado empíricamente por Alberola, Erce y Serena (2012)⁵. Los resultados sugieren que, efectivamente, la repatriación de capitales durante episodios de inestabilidad financiera (es decir, que las inversiones en el exterior sean menores) depende positivamente del nivel de reservas internacionales, aunque su efecto es decreciente. En cambio, la acumulación de reservas no impide los frenazos súbitos en las entradas de capital en tales períodos.

5 E. Alberola, A. Erce y J. M. Serena (2012), *International reserves and gross capital flows. Dynamics during financial stress*, Documentos de Trabajo, n.º 1211, Banco de España.

En definitiva, unas tenencias elevadas de reservas podrían contribuir a mantener la confianza en la evolución macroeconómica y financiera del país, o en la fortaleza del tipo de cambio, y de esta manera facilitar la repatriación de inversiones de los residentes. Por ello, el aumento en las reservas registrado en la década 1998-2008 podría ser un factor explicativo de las desinversiones en el exterior de los residentes latinoamericanos en el último episodio de inestabilidad financiera. Quizás esta percepción ha contribuido a que la acumulación de reservas, como muestra el gráfico 2.2, se haya reanudado con fuerza tras la crisis económica y financiera de 2008 en todos los países, con la excepción de Argentina, de forma que las tenencias de reservas en América Latina son actualmente notablemente mayores que las existentes antes de la misma.

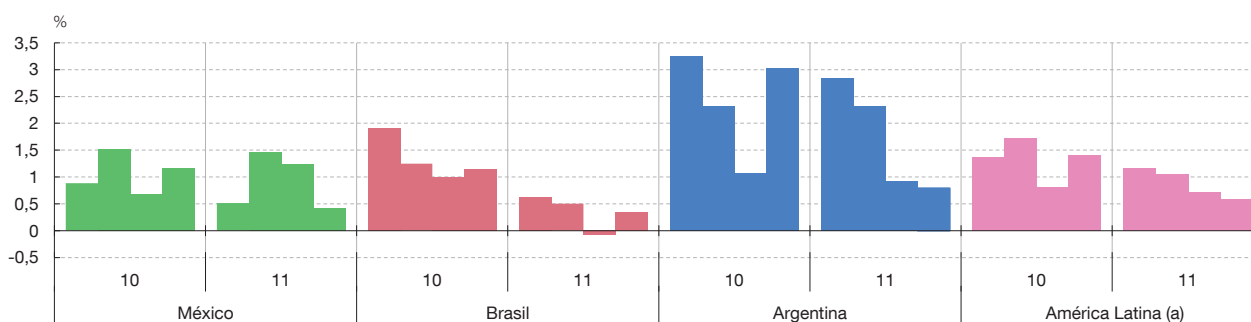
del sector petrolero—, en Chile —por la recuperación de la construcción—, en Venezuela —por el impulso público— e incluso en México —si bien en este país sigue en niveles por debajo de los registrados antes de la crisis—.

Por su parte, el consumo privado mantuvo un crecimiento robusto en la mayoría de los países, siendo la tasa de avance interanual, en promedio para la región, del 5,5 % en 2011 (frente al 6,1 % en 2010). De hecho, en varios países (Argentina, Colombia, Venezuela o Perú) el consumo privado creció más que en 2010, y en los países en los que se desaceleró (Brasil) puede argumentarse que lo hizo hacia tasas más sostenibles, tras el fuerte crecimiento de 2010. Este comportamiento tuvo lugar en un contexto de dinamismo en la creación de empleo (superior al 2 % anual en el promedio de la región), descenso de las tasas de paro (véase gráfico 7) a niveles no observados desde la década de los noventa, un 6,6 % de la población activa, y crecimiento de los salarios reales. En Chile, donde, a pesar de la desaceleración del consumo privado, este creció un 8,8 % interanual en 2011, la tasa de paro se situó en el 6,6 %, y el crecimiento de los salarios reales alcanzó el 2 %-3 %. En México, donde la recuperación del mercado de trabajo había sido más frágil, el empleo tendió a acelerarse en el último trimestre del año, la tasa de participación aumentó y la tasa de paro se redujo un punto, hasta el 5 %, un porcentaje todavía 2 pp superior al registrado antes de la crisis. Finalmente, otro factor de apoyo fue el crédito interno al sector privado, que creció un 17 % interanual, en términos reales, en promedio de la región durante 2011. Este ritmo de expansión es muy superior al del PIB, aunque con cierta tendencia a la moderación en la segunda mitad del año (véase recuadro 2).

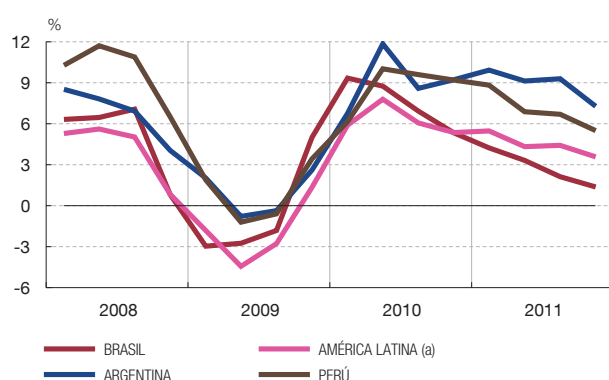
En el sector exterior, cabe destacar que las exportaciones en volumen se moderaron en el conjunto de la región (anotando un crecimiento del 5,8 % en 2011, frente a un 11,3 % en 2010), registrando una caída más pronunciada en el último trimestre del año, que puede asociarse al debilitamiento de la economía mundial. Por su parte, la desaceleración de las importaciones fue todavía mayor: 11,3 % en 2011, frente al 26 % en 2010 (véase gráfico 6). Dada la reorientación comercial de América Latina en las últimas décadas hacia Estados Unidos y el Pacífico¹, el potencial de transmisión directo de la recesión en el área del euro por

1 Véase el recuadro 2 del «Informe de Economía Latinoamericana», de octubre de 2010.

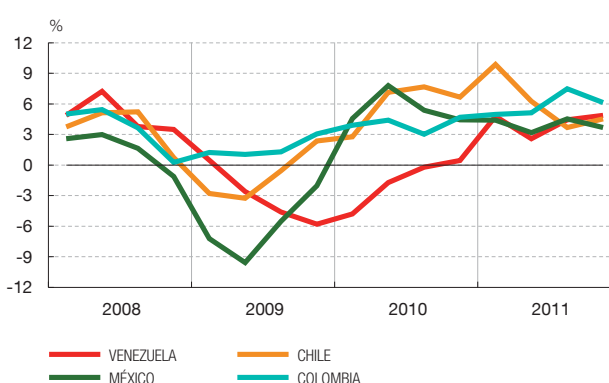
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías.

el canal comercial al conjunto de la región es relativamente limitado. Las exportaciones a la UEM en los países más expuestos (Chile y Perú) representan un 20 % del total de las exportaciones, pero menos de un 6 % del PIB; en México suponen menos de un 5 % de las exportaciones y del 1,5 % del PIB. En todo caso, el principal riesgo reside en que la recesión del área del euro acabe adquiriendo una dimensión global, afectando a China y al crecimiento mundial, y a los precios de las materias primas. En ese caso, Chile y Perú, con economías pequeñas y abiertas, serían los países más vulnerables por el canal comercial, dado que su exposición a la economía china alcanza el 3,5 % y el 1 % de su PIB, respectivamente, que hay que añadir a sus exposiciones frente al área del euro y al resto de Asia emergente.

La evolución de las balanzas comerciales y corrientes desde septiembre refleja también la influencia de la corrección a la baja de los precios de las materias primas y la caída de la demanda externa. La desaceleración de las exportaciones nominales fue generalizada, con una caída del crecimiento promedio a la mitad entre julio y diciembre (del 32 % al 16 % interanual) (véase gráfico 8). A pesar de ello, el superávit comercial del conjunto de la región aumentó en 2011 hasta el 2,2 % del PIB (principalmente, por Venezuela), mientras que el déficit por cuenta corriente tendió a estabilizarse en el entorno de los 45 mm de dólares (un 0,8 % del PIB regional), pues la ampliación del superávit corriente de Venezuela (9 % del PIB) compensó su cambio de signo en Argentina y en Chile, y la ampliación del déficit en México; en Brasil, la balanza corriente registró pocos cambios. Con una pers-

	2009	2010	2011	2010				2011				2012
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	Marzo
PIB (tasa interanual)												
América Latina (a)	-1,9	6,3	4,4	5,9	7,8	6,1	5,4	5,5	4,3	4,4	3,6	
Argentina (b)	0,9	9,2	8,9	6,8	11,8	8,6	9,2	9,9	9,1	9,3	7,3	
Brasil	-0,3	7,5	2,7	9,3	8,8	6,9	5,3	4,2	3,3	2,1	1,4	
México	-6,2	5,5	3,9	4,5	7,8	5,4	4,4	4,4	3,2	4,5	3,7	
Chile	-1,0	6,1	6,0	2,8	7,1	7,7	6,7	9,9	6,3	3,7	4,5	
Colombia (c)	1,7	4,0	5,9	3,9	4,4	3,0	4,7	5,0	5,1	7,5	6,1	
Venezuela	-3,2	-1,5	4,2	-4,8	-1,7	-0,2	0,5	4,8	2,6	4,4	4,9	
Perú	0,9	8,8	6,9	6,2	10,0	9,6	9,2	8,8	6,9	6,7	5,5	
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	6,4	6,4	6,8	6,1	6,5	6,2	6,6	6,7	6,6	6,9	7,0	6,2
Argentina (b)	6,3	10,5	9,8	9,0	10,6	11,1	11,0	10,1	9,7	9,8	9,6	9,8
Brasil	4,9	5,0	6,6	4,9	5,1	4,6	5,6	6,1	6,6	7,1	6,7	5,2
México	5,3	4,2	3,4	4,8	4,0	3,7	4,2	3,5	3,3	3,4	3,5	3,7
Chile	0,4	1,4	3,3	-0,3	1,2	2,2	2,5	2,9	3,3	3,1	4,0	3,8
Colombia	4,2	2,3	3,4	2,0	2,1	2,3	2,7	3,3	3,0	3,5	3,9	3,4
Venezuela	28,6	29,0	27,2	27,4	31,9	29,8	27,3	29,1	24,6	26,5	28,5	24,2
Perú	2,9	1,5	3,4	0,7	1,1	2,2	2,1	2,4	3,1	3,5	4,5	4,2
SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB) (d)												
América Latina (a) (e)	-2,8	-2,2	-2,0	-2,7	-2,5	-2,0	-2,2	-1,8	-1,7	-1,8	-2,0	
Argentina	-0,6	0,2	-1,6	-0,8	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,4	-1,6	
Brasil	-3,3	-2,5	-2,6	-3,4	-3,3	-2,3	-2,5	-2,3	-2,1	-2,5	-2,6	
México	-2,3	-2,9	-2,5	-1,8	-2,2	-2,4	-2,7	-2,8	-2,8	-2,6	-2,4	
Chile	-4,3	-0,3	1,5	-3,9	-1,1	0,0	-0,3	1,0	1,4	2,0	1,5	
Colombia	-3,8	-3,6	-2,1	-3,4	-4,0	-3,6	-3,5	-2,9	-1,4	-1,4	-2,1	
Venezuela	-5,1	-3,8	—	-4,8	-3,8	-3,5	-3,8	—	—	—	—	
Perú	-1,7	0,1	0,9	-1,3	-0,9	-0,3	0,1	0,4	0,3	0,9	0,9	
DEUDA PÚBLICA (% del PIB)												
América Latina (a)	34,5	33,4		34,1	33,3	33,5	33,1	33,1	33,0	32,4		
Argentina	47,9	44,6		47,9	40,5	46,1	44,6	44,8	42,9	40,8		
Brasil	42,1	39,2	36,5	41,9	40,9	39,4	39,2	38,9	38,6	36,3	36,5	
México	28,0	27,5	26,5	27,7	27,7	27,3	26,1	27,1	26,8	27,5	26,5	
Chile	5,8	8,6	11,2	6,9	7,5	8,7	9,2	9,0	9,4	10,6	11,2	
Colombia	35,0	35,0	33,7	34,3	35,0	34,7	34,7	35,0	33,2	34,1	33,7	
Venezuela	22,6	28,1	25,1	19,0	22,4	25,9	28,1	26,9	33,8	37,2	25,1	
Perú	27,3	23,4	21,7	25,5	23,7	23,2	23,4	22,4	21,7	20,9	21,7	
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% del PIB) (d)												
América Latina (a)	-0,3	-0,7	-0,8	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	
Argentina	3,6	0,8	0,0	2,9	2,3	1,3	0,7	0,6	0,2	0,0	0,0	
Brasil	-1,5	-2,2	-2,1	-1,8	-2,1	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,0	-2,1	
México	-0,6	-0,3	-0,8	-0,4	-0,5	0,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	
Chile	2,0	1,5	-1,3	2,4	1,8	1,6	1,9	0,8	0,6	-0,4	-1,3	
Colombia	-2,1	-3,1	-3,0	-2,1	-2,2	-2,7	-3,1	-3,1	-3,2	-3,0	-3,0	
Venezuela	1,8	5,0	9,2	6,0	6,8	5,4	5,0	5,9	7,6	9,1	9,2	
Perú	0,2	-1,7	-1,3	0,0	-0,2	-1,1	-1,7	-1,8	-2,2	-1,4	-1,3	
DEUDA EXTERNA (% del PIB)												
América Latina (a)	20,6	20,9		19,7	19,1	20,4	20,7	20,6	19,9	20,0		
Argentina	37,6	35,0		36,9	31,5	34,4	32,4	33,9	27,9	30,4		
Brasil	12,2	12,0	12,0	11,9	12,0	12,0	12,0	12,3	12,2	12,0	12,0	
México	18,9	19,0	18,2	17,9	17,8	18,4	19,0	18,5	18,4	17,9	18,2	
Chile	42,1	40,1	40,3	42,8	42,2	40,8	39,9	39,8	39,8	39,3	40,3	
Colombia	22,7	22,4	22,8	18,8	19,3	21,5	22,5	20,6	20,9	21,7	22,8	
Venezuela	22,6	35,5	36,4	23,8	25,1	33,8	38,8	37,5	37,6	37,2	36,4	
Perú	28,1	26,1	24,4	27,3	25,4	26,6	26,4	26,1	25,9	25,3	24,4	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de los siete países representados.

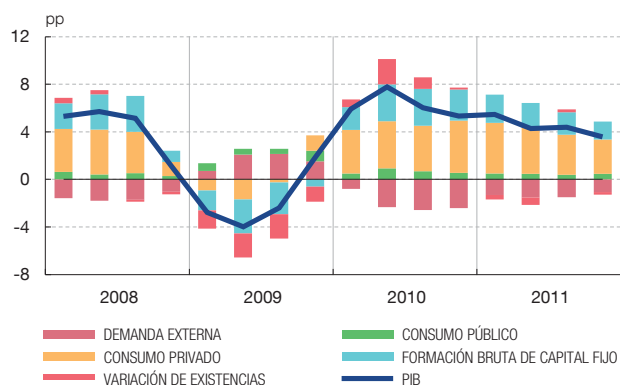
b Datos oficiales.

c Ajustado de estacionalidad.

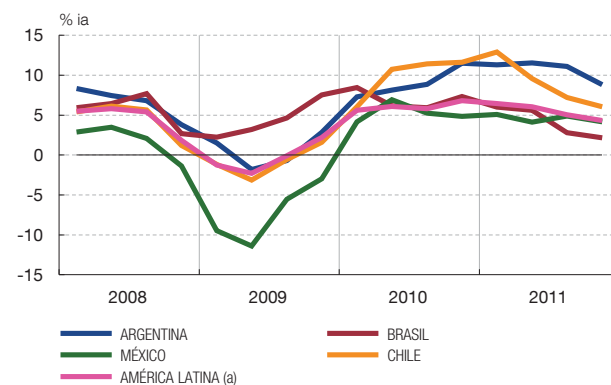
d Media móvil de cuatro trimestres.

e Desde el cuarto trimestre de 2010, el agregado del saldo presupuestario no incluye Venezuela.

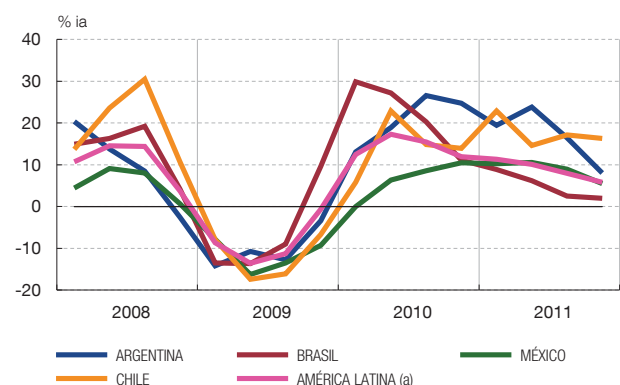
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL
DEL PIB (a)



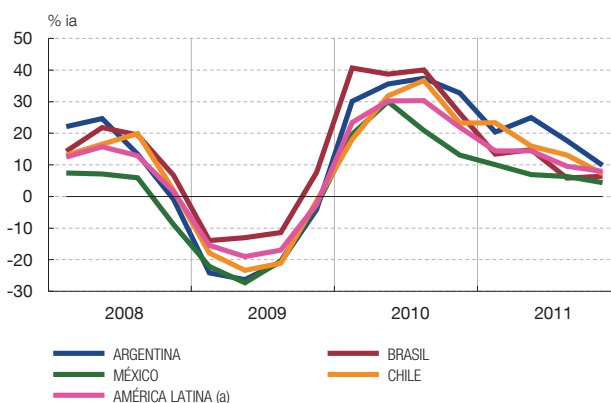
CONSUMO PRIVADO
Tasa interanual



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



IMPORTACIONES
Tasa interanual



FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de las siete principales economías.

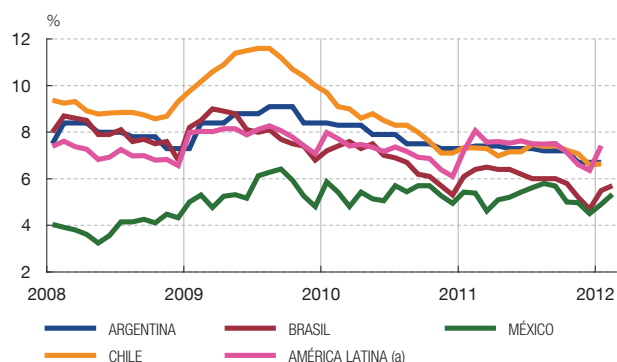
pectiva más desagregada, cabe destacar que en la mayor parte de los países la ampliación del superávit comercial (o la reducción del déficit) no logró compensar el deterioro de las balanzas de transferencias y rentas (Brasil, México, Chile, Perú), debido al pago de intereses y a la repatriación de dividendos.

Los indicadores de mayor frecuencia publicados desde finales de 2011 ofrecen muestras de una recuperación gradual de la actividad industrial, en un contexto de fortaleza de la demanda interna y sus determinantes —empleo, confianza del consumidor y crédito (véase gráfico 7)—, lo que parece apuntar a cierta recuperación del PIB a comienzos de 2012.

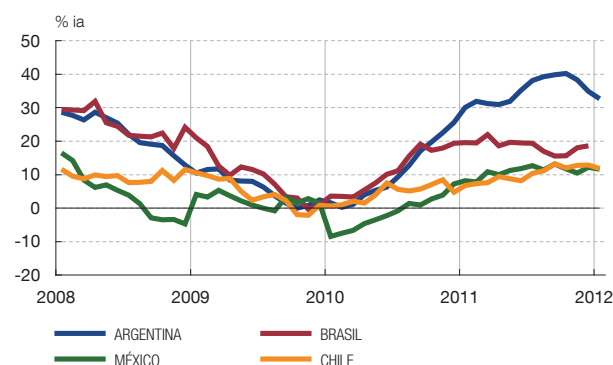
Precios y políticas macroeconómicas

La inflación promedio de la región cerró 2011 con una tasa interanual del 7,1 %, superior a la de la primera parte del año, mostrando cierta resistencia a la baja, en un entorno de desaceleración de la actividad en la región. Los datos más recientes (marzo) indican, no obstante, una cierta moderación (hasta el 6,2 % interanual). El promedio regional oculta las divergencias por países que tuvieron lugar en los últimos meses, pues mientras que en Brasil los precios se redujeron considerablemente desde las elevadas tasas alcanzadas en el verano, por encima del 7 %, hasta situarse en tasas del 5,2 % interanual en marzo, en el resto de los países con objetivos de inflación (Chile, Colombia, Perú y México) la trayectoria fue moderadamente al alza, aunque desde tasas más bajas (véase gráfico 9). De este

TASA DE PARO



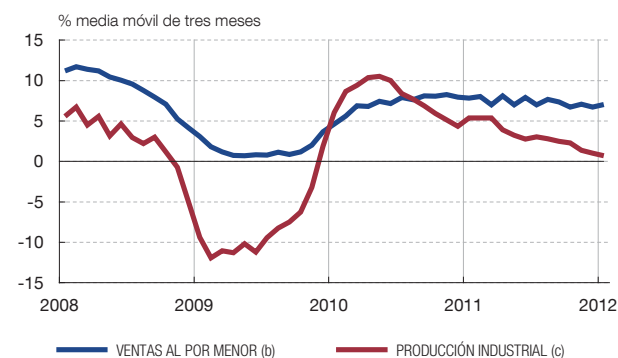
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
Tasa interanual



ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



INDICADORES DE DEMANDA
Media móvil de tres meses de la tasa interanual



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a Agregado de las siete principales economías.
b Agregado de Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.
c Agregado de las siete principales economías, más Uruguay.

modo, si bien ninguno de los bancos centrales con objetivos de inflación cumplió estrictamente su objetivo central en 2011, en tres países (Brasil, Colombia y México) la inflación interanual cerró el año dentro de la banda de tolerancia, y en dos (Chile y Perú) algo por encima del límite superior (véase cuadro 2). Por su parte, en Argentina la inflación oficial se mantuvo relativamente estable en tasas del 9,5 %-10 %, aunque estas cifras siguen muy por debajo de las estimaciones realizadas por las consultoras privadas, lo que ha motivado una advertencia por parte del FMI, instando a la mejora de la calidad de esta estadística. En Venezuela, la inflación cedió en febrero hacia tasas del 24,2 %, el registro más bajo desde principios del año pasado, después del fuerte repunte observado desde el verano por la subida del precio de los alimentos, en un contexto de desabastecimiento.

La evolución reciente de la inflación presenta una notable heterogeneidad por países que hace difícil una caracterización común a nivel regional. Por un lado, la moderación observada en Brasil obedece principalmente a la corrección de los precios de los alimentos, pero también a efectos base, la apreciación del tipo de cambio y, posiblemente, al menor crecimiento económico. En México, en cambio, la reciente tendencia al alza, hacia el 4 %, responde al ajuste de las tarifas eléctricas y a factores puntuales de oferta en el sector agrario, si bien la apreciación cambiaria y la favorable evolución de los costes laborales unitarios, junto con los signos de holgura en el mercado laboral, apuntan a que la inflación

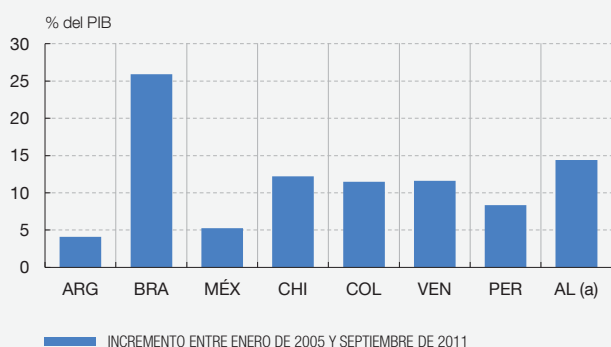
En el actual contexto de inestabilidad financiera, la preocupación por los efectos transfronterizos de las medidas adoptadas por los bancos europeos con vistas al reforzamiento de sus ratios de capital se ha centrado, sobre todo, en algunos países de Europa emergente, por la proximidad e intensidad de los vínculos financieros. No obstante, la notable presencia de la banca europea —y, en particular, de la española—, en América Latina, su importancia en la extensión de crédito en la región, y la elevada correlación entre crédito y crecimiento en varios países latinoamericanos han suscitado cierta inquietud. Este recuadro pone en perspectiva los cambios recientes en la exposición de la banca española en América Latina y sus posibles efectos en el contexto de una evolución muy dinámica del crédito.

Durante 2011, la percepción sobre la evolución del crédito en varios países de América Latina (de forma prominente, Brasil, pero también Colombia, Chile o Perú) giró desde la preocupa-

ción por el riesgo de un proceso de sobreendeudamiento en la primera mitad del año, hacia el temor a los efectos del desapalancamiento en la segunda mitad. El primer riesgo se agravaba al coincidir, como en ocasiones previas, con una etapa de intensas entradas de capitales, que contribuían a relajar las condiciones de financiación y acceso al crédito, y que se manifestaban en una reducción de las primas de riesgo y en un importante aumento tanto de los volúmenes emitidos como de la participación de nuevos emisores en el mercado¹. Además, algunos de los indicadores utilizados en la literatura a efectos de intentar dirimir entre un crecimiento excesivo del crédito o una fase de profundización financiera «genuina» en economías en proceso de convergencia parecían indicar también alguna alerta (véase el *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, del

1 Véase el recuadro 1 del «Informe de Economía Latinoamericana, segundo semestre de 2011», *Boletín Económico*, octubre 2011, Banco de España.

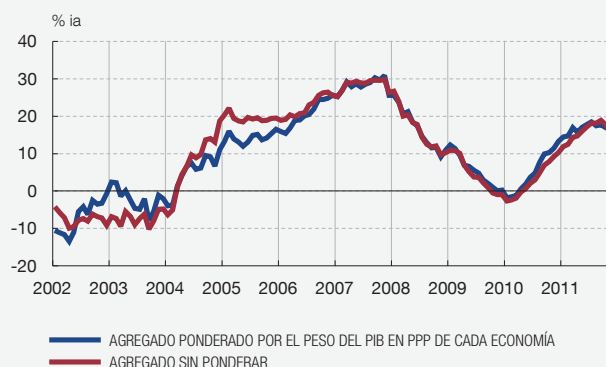
1.1 VARIACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



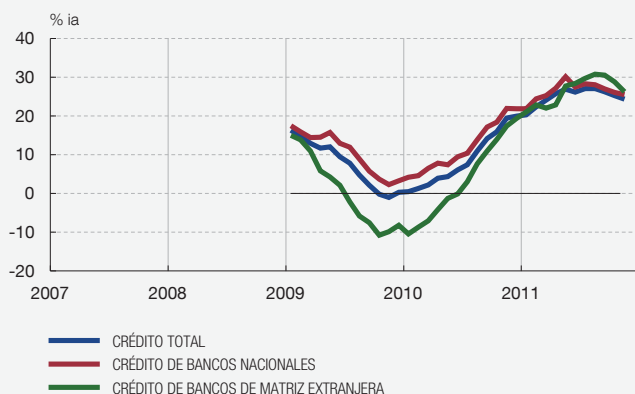
FUENTE: Datastream.

a Agregado de las siete mayores economías.

1.2 VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN AMÉRICA LATINA (a)

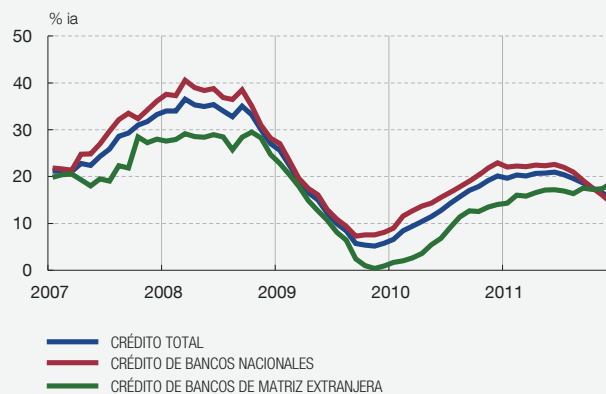


2.1 COLOMBIA



FUENTE: Supervisores nacionales.

2.2 BRASIL



FMI, de abril de 2010). En particular, preocupaba el rápido aumento de las ratios de crédito/PIB en países como Brasil (25 pp en cinco años), y en menor medida en Chile (12 pp) o Colombia (11 pp) (véase gráfico 1.1). Igualmente, se constataba que el crédito aumentaba por encima de su tendencia de largo plazo en Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay, mostrando además un apreciable dinamismo algunos segmentos específicos del mercado, como el hipotecario (por ejemplo, en Brasil, con crecimientos en torno al 45% interanual, aunque su tamaño fuese muy limitado, alrededor del 4% del PIB, y estuviese asociado a una regulación específica, como la que favorecía el crédito dirigido), o el público. Finalmente, se percibía como una vulnerabilidad adicional el aumento del recurso a los mercados mayoristas como forma de financiación de la expansión del activo, lo que empezaba a deteriorar una de las fortalezas tradicionales —el bajo nivel de la ratio de crédito sobre depósitos— en alguno de los sistemas financieros de la región, tras un ciclo de crédito relativamente prolongado para los estándares de América Latina (más de siete años, con la interrupción breve de 2009). En el caso de Brasil, por ejemplo, las emisiones de bancos en 2010 y 2011 cuadruplicaron las de los años previos, suponiendo en torno al 40% de las emisiones totales de renta fija privada del país. Todo ello motivó no pocas advertencias por parte de los organismos internacionales para vigilar y prevenir, fundamentalmente con políticas monetarias y macroprudenciales, un crecimiento excesivo del crédito y un posible proceso de sobreendeudamiento con final abrupto. Algunos países pusieron en práctica medidas correctoras que consiguieron un cierto efecto en el transcurso de 2011².

A lo largo de la segunda mitad del año, la percepción cambió por completo. La deriva negativa que experimentó la crisis en el área del euro desde el mes de agosto, las crecientes dificultades de financiación en los mercados mayoristas por parte de los bancos de la UE, entre ellos los españoles, y la exigencia por parte de la *European Banking Association* (EBA) de reforzar significativamente las ratios de capital antes de junio de 2012 alimentaron cierto temor a que el proceso de desapalancamiento —entendido como una reducción de la ratio de activos sobre recursos propios— de la banca europea pudiera tener cierto impacto en América Latina. No obstante, el crédito interno al sector privado en América Latina cerró 2011 con una tasa de crecimiento interanual en términos reales del 17% en el promedio de la región, una expansión muy superior a la del PIB, aunque con tendencia a la moderación en la segunda mitad del año (véase gráfico 1.2). En este sentido, si bien se observó una amplia disparidad, con carácter general puede afirmarse que el dinamismo del crédito fue generalizado, tras una recuperación rápida en 2010 y sorprendentemente sincronizada entre los distintos países, dado el muy diferente impacto de la crisis en cada uno de ellos. En estas circunstancias, la moderación de su crecimiento podría ser incluso beneficiosa.

Existen diversos mecanismos a través de los cuales los bancos pueden desapalancarse, con diferente impacto sobre la oferta de crédito. Ante la necesidad de recomponer sus ratios de capital, los bancos pueden ampliar capital en el mercado (o a través de inyecciones públicas), vender activos (normalmente, los más rentables, o líneas de negocio no fundamentales, casi siempre con descuento), o reducirlos (por ejemplo, no renovando líneas de crédito a corto plazo a su vencimiento, requiriendo la cancelación anticipada en las de más largo plazo, o recortando la provisión de nuevos créditos, entre otros). Algunas de estas medidas pueden reducir la exposición transfronteriza de los bancos, pero no todas necesariamente limitan la oferta de crédito. Por ejemplo, la venta de una filial a otra entidad solvente no tiene por qué llevar aparejado un descenso en la oferta de crédito. En economías emergentes con mercados financieros relativamente estrechos como lo son muchas de las latinoamericanas, el temor a los efectos del desapalancamiento puede derivarse también de la potencial caída de las valoraciones, que reduce su capital y puede provocar un desapalancamiento aún mayor en la economía. Este proceso se ve agravado cuando son muchas las instituciones que intentan desinvertir al mismo tiempo.

Las instituciones financieras españolas han optado por una mezcla de opciones en su intento de recomponer capital por encima de los estándares del 9% exigidos por la EBA, que incluyen la recapitalización sobre la base de beneficios no distribuidos, nuevas emisiones, y ventas selectivas de activos; entre ellos, algunos latinoamericanos³.

De las dos instituciones españolas con presencia significativa en América Latina, una concentra su exposición en México, y la otra en Brasil. La primera no ha anunciado ninguna decisión de desinversión en la región. La segunda, en cambio, anticipó entre septiembre de 2011 y enero de 2012 un plan de recapitalización que incluía, además de medidas de aumento del capital (casi un 90% del plan), diversas ventas de activos en América Latina. Así, su subsidiaria en Colombia fue vendida al sexto grupo bancario chileno por volumen de activos. Además, se anunció la venta de una participación minoritaria, del 7,8%, en la subsidiaria de Chile, y de un 4,4% en la de Brasil. La filial en Colombia mantenía una cuota de mercado relativamente limitada de depósitos y créditos, en torno al 3%. Su escaso tamaño, junto con su adquisición por parte de otro grupo bancario que puede beneficiarse de la diversificación internacional en una economía con favorables perspectivas como Colombia, no ha suscitado preocupación. Al contrario, a nivel agregado, el crédito en Colombia presenta tasas de crecimiento elevadas (véase gráfico 2.1), y aunque la ratio de crédito sobre PIB se sitúa en niveles bajos, en torno al 35%, el banco central es el único de la región que ha subido los tipos de interés desde finales del pasado año con el fin, entre otros, de moderar la expansión crediticia. La desinversión en Chile generó inicialmente cierta

2 Los países, como Brasil, en los que se constataba una correlación más alta entre el crecimiento del consumo privado y el crecimiento del crédito fueron también los que pusieron en práctica un mayor número de medidas para frenar este último.

3 Otros bancos internacionales han desinvertido también en sus filiales latinoamericanas. La principal entidad británica vendió algunas de sus filiales centroamericanas, y uno de los principales grupos bancarios holandeses vendió sus unidades de seguros y pensiones en Latinoamérica en 2011.

preocupación sobre su efecto en la oferta de crédito, sobre todo dado el tamaño del banco, con una cuota de mercado de crédito del 20% (uno de los dos mayores bancos del país). Además, el crecimiento del crédito de dicha filial había crecido por encima de las tasas del mercado, aunque empezaba a moderarse. Sin embargo, la elevada rentabilidad del banco, la participación mayoritaria que se mantiene (67%) y el entorno de crecimiento y estabilidad macroeconómica del país deberían mitigar el efecto sobre la oferta de crédito, en ausencia de mayores presiones de mercado. Algo parecido sucede en Brasil, donde la filial representa tan solo un 9,6% de la cuota de mercado de créditos y tiene una muy elevada rentabilidad. Las tasas de crecimiento del crédito al sector privado en la región alcanzaron su punto de inflexión en julio —en Brasil, varios meses antes— y han comenzado una senda de gradual moderación, que no se circunscribe a un comportamiento más restrictivo de la banca extranjera (véase gráfico 2.2).

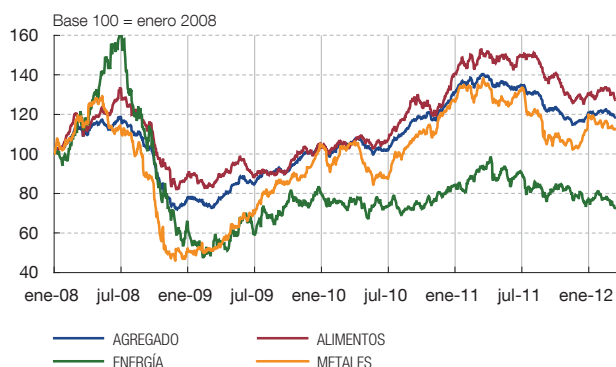
En definitiva, el agravamiento de la crisis en el área del euro, junto con las mayores exigencias de capital, han tenido un cierto impacto en la exposición de la banca europea, y de la española en particular, en la región. No obstante, dado el volumen limitado de las desinversiones, la financiación eminentemente local del crédito de las filiales, y el hecho de que otras instituciones puedan sustituirlas, hace improbable que vayan a tener efectos reseñables sobre la oferta de crédito en estos países. Además, la elevada rentabilidad del negocio bancario en esta región refuerza el carácter estratégico de las inversiones, en un contexto de demanda deprimida en Europa. Por último, la reciente recuperación de los flujos de capital a la región a comienzos de 2012, que ha vuelto a propiciar respuestas de política económica como la acumulación de reservas, o la ampliación de los controles de capital, parecen reflejar el mantenimiento de una amplia disponibilidad de crédito exterior hacia América Latina.

continuará manteniéndose en niveles moderados, en el entorno del 3,5 %. En Chile y en Perú, el repunte de la inflación ha venido determinado, en parte, por la subida de los precios de los alimentos (y, en menor medida, de la energía), pero también por el componente subyacente, en un contexto de fortaleza de las demandas internas, y en particular del mercado laboral. Las previsiones y las expectativas medidas por las encuestas parecen apuntar a que la inflación mantendrá cierta tendencia a la baja o se estabilizará durante 2012 en los países que mantienen objetivos de inflación, dominando las presiones a la baja (crecimiento en línea con el potencial y descenso de los precios de las materias primas no energéticas) sobre los factores de demanda potencialmente alcistas. Sin embargo, la ajustada situación del mercado laboral y la elevación reciente de los precios del petróleo plantean riesgos al alza que no pueden minusvalorarse. De hecho, la inflación subyacente no muestra, por el momento, señales claras de moderación en casi ningún país (véase gráfico 9), y las expectativas en algunos casos han repuntado recientemente.

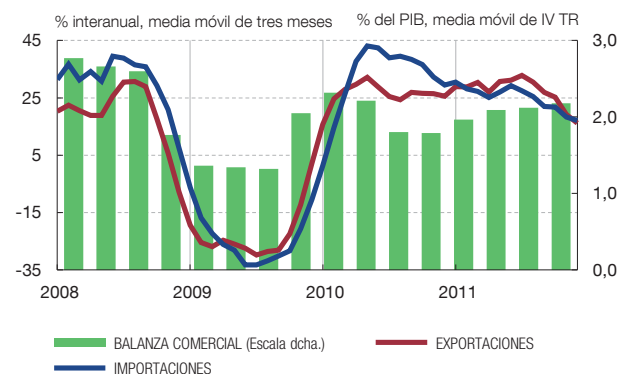
Estas divergencias se reflejan, a su vez, en los movimientos de los tipos de interés. En el transcurso de los seis últimos meses, dos de los bancos centrales con objetivos de inflación redujeron sus tipos de interés oficiales (Brasil y Chile), dos los mantuvieron sin cambios (Perú y México), mientras el de Colombia retomaba en noviembre el ciclo de subidas que se había interrumpido durante el verano, prolongándolo hasta mediados de marzo (véase gráfico 9). El banco central brasileño, que había iniciado en agosto el ciclo de descensos ante los riesgos que el panorama internacional planteaba para la economía brasileña, redujo el tipo de interés oficial en cuatro ocasiones más, hasta situarlo en el 9 % en abril, con la percepción de que el tipo de interés natural de la economía podría haberse reducido en los últimos años. Tan solo Argentina y Venezuela siguen presentando una vulnerabilidad destacada por su elevada inflación. En Argentina, el tipo de interés oficial se mantuvo sin cambios (9,5 %, donde lleva desde octubre de 2009), en un contexto de elevado crecimiento del crédito (45 % interanual en términos nominales a principios de 2012).

En el ámbito de la política fiscal se produjeron escasas novedades. En la mayoría de los países se cumplieron los objetivos de déficit incluidos en los presupuestos de 2011, y lo que se

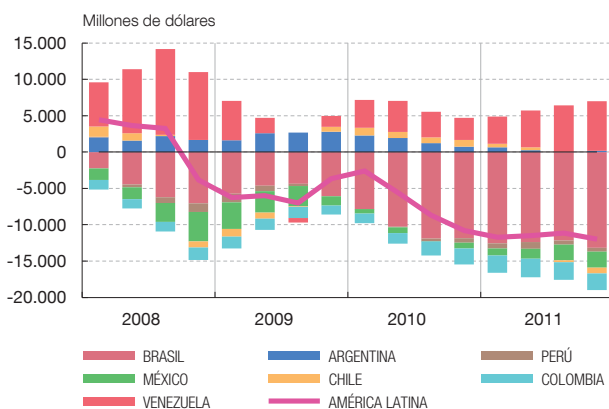
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS
Índices



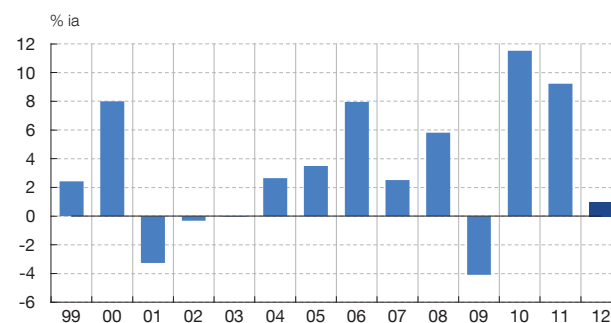
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (a)
Tasa interanual. Media móvil trimestral. Porcentaje del PIB



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (b)



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (c)

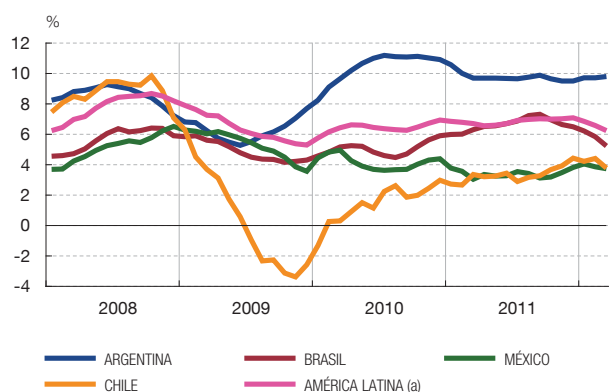


FUENTES: Estadísticas nacionales, bancos centrales y Banco de España.

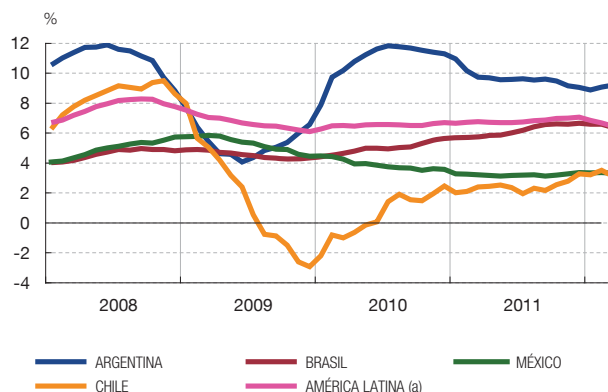
- a Datos de aduanas en dólares, agregado de las siete principales economías.
b Media móvil de cuatro trimestres.
c Datos y estimaciones para 2012 de IIF.

conoce de los correspondientes a 2012 apunta, en general, a una línea de continuidad. Así, en 2011 el déficit presupuestario alcanzó, en promedio, un 2 % en el conjunto de la región (véase gráfico 10), algo inferior al de 2010, aunque con importantes diferencias por países. Destacaron, por un lado, la importante mejora de Chile (superávit del 1,5 % del PIB) y de Perú (0,9 %) y, por otro lado, el paso de superávit a déficit en Argentina (1,5 % del PIB). En México, Colombia y Brasil el déficit se redujo moderadamente. El saldo primario ajustado de ciclo que calcula el FMI indica que la política fiscal en 2011 siguió siendo contracíclica en la mayoría de los países, aunque no se han recuperado los márgenes fiscales consumidos durante la crisis (salvo en Brasil), en parte debido al elevado incremento del gasto, apoyado en algunos países por los ingresos derivados de las materias primas. De cara al ejercicio 2012, Brasil ha anunciado un recorte del gasto a fin de compensar la reducción de ingresos prevista por la desaceleración de la actividad. Posteriormente, las dudas suscitadas por la debilidad del sector industrial llevaron al lanzamiento de un programa de estímulo a la inversión, que incluye reducciones selectivas de impuestos. En México, la consolidación esperada se ha retrasado por la desaceleración de la actividad. En Perú, sin embargo, la inversión pública podría impulsarse en 2012, dada una ejecución inferior a la prevista en 2011. Finalmente, en Argentina el superávit primario se redujo apreciablemente, hasta el 0,3 % del PIB, por debajo del objetivo

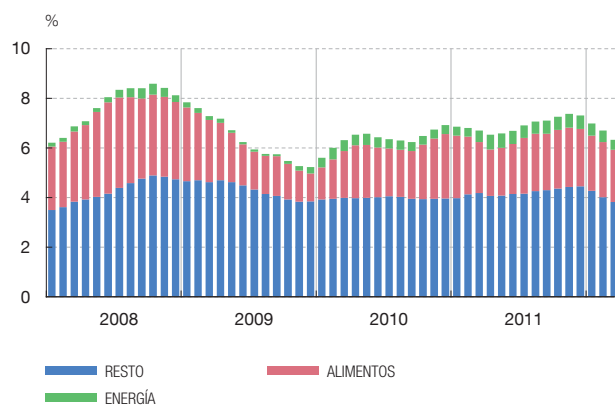
TASA DE INFLACIÓN



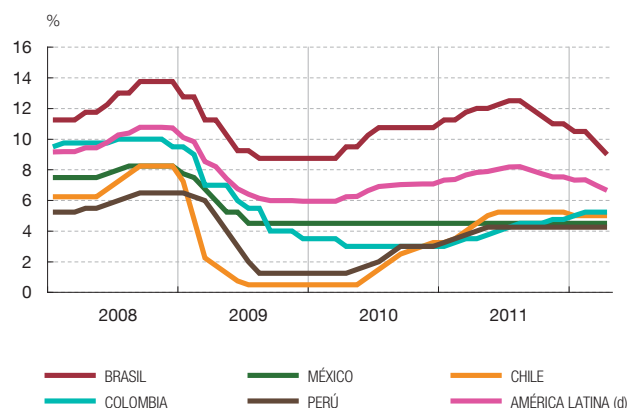
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE (b)



CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA (c)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a Agregado de las siete principales economías.

b Tasas oficiales.

c Elaboración propia, descontando del índice general los índices de alimentos y energía.

d Media ponderada de los tipos oficiales de los cinco países con objetivos de inflación (véase cuadro 2).

del 1,5 %, en un contexto de importante aumento de los subsidios y descenso de los ingresos, que ha obligado al desmantelamiento de algunos de ellos. También el déficit público se amplió considerablemente, entre otros motivos, por el pago del cupón ligado al PIB correspondiente al desempeño de la economía en 2010.

Procesos de integración comercial y políticas estructurales

Durante el período analizado, se intensificaron las tensiones proteccionistas en el ámbito de Mercosur, debido en última instancia a la fuerte apreciación de algunas monedas —a pesar de las turbulencias de los mercados financieros internacionales de agosto— y a la aparente entrada masiva de productos industriales que no encuentran mercados en las economías desarrolladas, en fase de bajo crecimiento o de recesión. Así, las autoridades brasileñas elevaron los impuestos a la importación de vehículos, anunciaron un gravamen para los productos de acero chinos y restablecieron un impuesto sobre los automóviles mexicanos, lo que pone en serias dificultades el acuerdo de libre comercio entre ambos países anunciado a comienzos de 2011. La propia cumbre del Mercosur, celebrada a finales de año, abrió la posibilidad de que cada miembro individualmente eleve las tarifas del Arancel Externo Común, cuyo alcance se amplió para mejorar la gestión estratégica del comercio internacional, según los dirigentes del bloque. En la misma línea, Argentina comenzó a exigir, a partir del 1

País	2011			2012		2013
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Marzo	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	6,5	Sí	5,2	5,4	5,3
México	3 ± 1	3,8	Sí	3,7	3,8	3,7
Chile	3 ± 1	4,4	No	3,8	3,3	3,1
Colombia	3 ± 1	3,7	Sí	3,4	3,4	3,3
Perú	2 ± 1	4,7	No	4,2	2,7	2,7

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

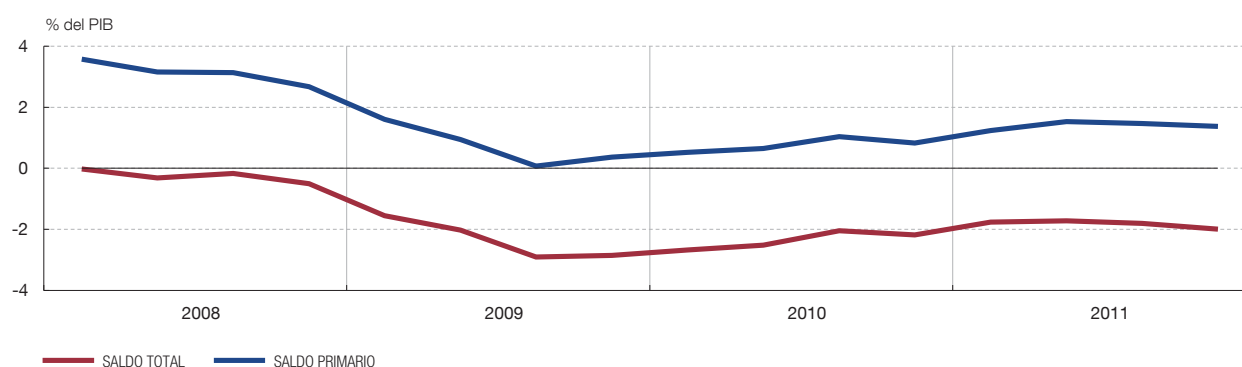
a *Consensus Forecasts* de marzo de 2012 para final de año.

PRINCIPALES CIFRAS DEL SECTOR PÚBLICO

Porcentaje del PIB e índice

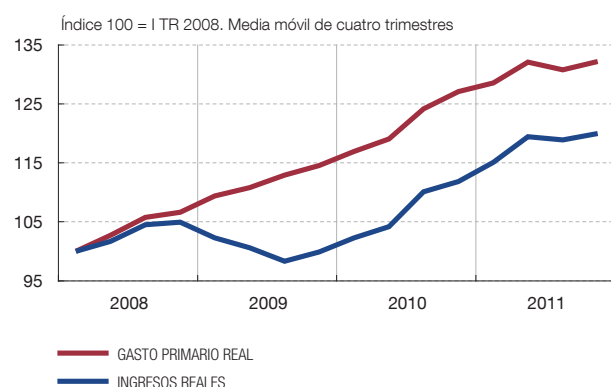
GRÁFICO 10

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

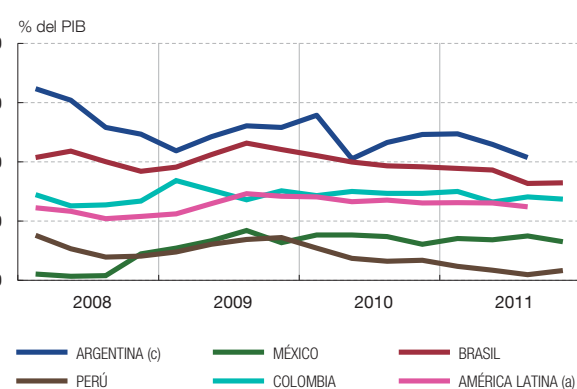


INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (a) (b)

Índice



DEUDA PÚBLICA



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías.

b Deflactado por el IPC.

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

de febrero 2012, licencias previas a la importación, que afectan al 80 % de las exportaciones brasileñas hacia el país, y requirió que las empresas importadoras igualen sus compras al exterior con exportaciones. Este tipo de medidas, aún siendo temporales, limitan el alcance del arancel externo común y añaden barreras al comercio entre los miembros del bloque. Ecuador, ante las dificultades para avanzar en un acuerdo con la Unión Europea y la práctica paralización de la Comunidad Andina, anunció su intención de adherirse a Mercosur. Venezuela, por su parte, renovó las preferencias arancelarias de las que gozaba en el seno de la Comunidad Andina con Perú y Colombia.

Por otro lado, Colombia avanzó en las conversaciones con Corea del Sur sobre la firma de un tratado de libre comercio, e inició negociaciones con Japón. Asimismo, se ratificaron los acuerdos entre Perú y Panamá, Japón y México. Finalmente, el 1 de diciembre se lanzó la CELAC (Comunidad de Estados Latinoamericanos y del Caribe), un organismo intergubernamental en el que están presentes todos los países del continente salvo Estados Unidos y Canadá, y cuyas primeras resoluciones tuvieron un contenido netamente político, mientras que las de carácter económico (creación de un fondo de reservas regional para afrontar salidas súbitas de capitales) se cerraron sin acuerdos.

En el ámbito de las reformas estructurales, han predominado, una vez más, las destinadas a incrementar la participación del Estado en las decisiones de política económica o en la asignación de recursos. En el ámbito de las políticas energéticas, la retirada de las concesiones de explotación a YPF por parte de varias provincias argentinas en sus territorios, en un contexto de ampliación del déficit de la balanza energética, culminó con el anuncio de expropiación por parte del Gobierno argentino. El anuncio de expropiación plantea claros riesgos regulatorios y de inseguridad jurídica.

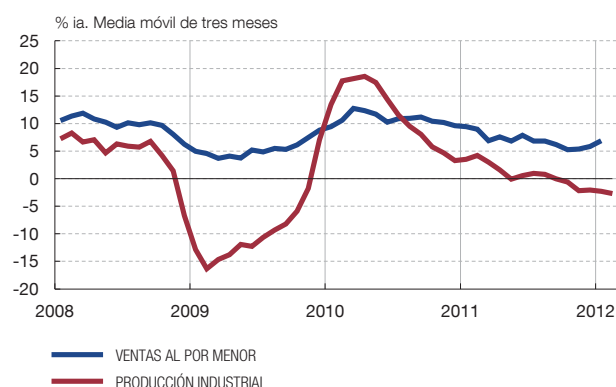
En Venezuela se aprobó una ley que limita los precios de los alquileres y los derechos de propiedad del arrendador, además de constituir una Superintendencia de Arrendamientos, por cuya jurisdicción pasará toda la relación entre dueños e inquilinos—, y el Ejecutivo está preparando una nueva ley del trabajo. Bolivia anunció la creación de un fondo de inversiones públicas financiado inicialmente con el 10 % de las reservas internacionales.

En Perú, el Gobierno permitirá a la petrolera estatal realizar labores de exploración y sacará a bolsa cerca de un 20 % de su capital. Además, se creó un grupo de trabajo para realizar reformas en el Sistema Privado de Pensiones, con los objetivos de ampliar la cobertura del sistema (solo un 40 % de la población activa está afiliado a una AFP, y solo la mitad, aproximadamente, realiza aportes periódicos), extender la protección social y elevar la competencia entre las administradoras. En Chile, el Gobierno añadió 10 medidas a la Agenda de Impulso Competitivo —orientada a mejorar la competitividad con el objetivo de crecer a tasas del 6 % anual— y creó una oficina para el seguimiento de su aplicación. Hasta el momento se ha puesto en marcha tan solo el 22 % de las medidas anunciadas. Finalmente, en Colombia el Ejecutivo avanzó en la definición de la regla fiscal, y en Brasil el Congreso aprobó la reforma del sistema de pensiones de los trabajadores públicos, que aún debe ser ratificada por el Senado, limitando las pensiones financiadas con las contribuciones de los empleados y estableciendo un sistema complementario de aportaciones individuales para los nuevos contratados.

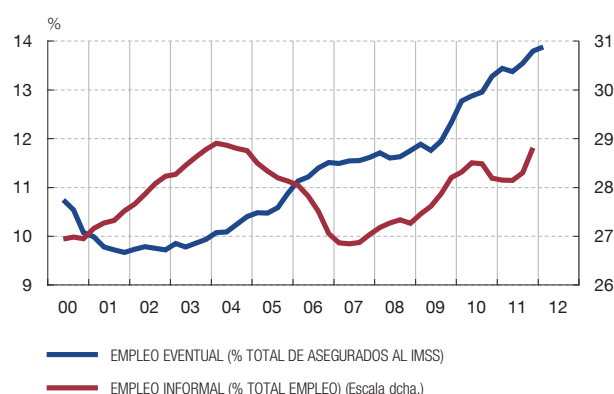
Evolución económica por países

La economía de *Brasil* mostró signos de recuperación en el cuarto trimestre de 2011, cuando se expandió un 0,3 % en tasa intertrimestral, tras la fuerte desaceleración que registró en el tercero (contracción del 0,1 % trimestral). Sin embargo, la tasa interanual registró una nueva moderación, hasta el 1,4 %, desde el 2,1 % del trimestre anterior, con lo que el

BRASIL. INDICADORES DE OFERTA Y DEMANDA



MÉXICO: MERCADO LABORAL



FUENTES: Estadísticas nacionales.

crecimiento en el conjunto de 2011 se situó en el 2,7 % (7,5 % en 2010). El menor dinamismo vino explicado por la desaceleración de la demanda interna, que aportó 2,4 pp y 1,9 pp en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente, frente a los 5 pp de media en el primer semestre. Por otro lado, la aportación negativa de la demanda externa se redujo a 0,5 pp desde los 1,2 pp de la primera mitad del año, principalmente por la moderación de las importaciones. Los indicadores del primer trimestre de 2012 apuntan al mantenimiento de la situación favorable del mercado de trabajo, aunque la tasa de paro, tras alcanzar un mínimo histórico del 4,7 % de la población activa en diciembre de 2011, se sitúa en la actualidad en el 5,7 %. También se mantiene la tendencia al alza de los salarios reales, siendo, además, previsible que se vea reforzada por el aumento del 14 % en el salario mínimo fijado por el Gobierno para 2012. La producción industrial mantuvo su tónica de debilidad en enero, lo que cabe atribuir al impacto negativo de la competencia externa sobre el sector manufacturero, en parte relacionada con el nivel de apreciación del tipo de cambio. En este contexto, pese a producirse una recuperación de la producción industrial en febrero, el Gobierno anunció el lanzamiento de un plan de estímulo económico con el objetivo de fomentar la inversión. El programa incluye desgravaciones selectivas de impuestos a determinados sectores industriales y exportadores, con un impacto estimado de 7.200 millones de reales. Sin embargo, el grueso del mismo tendrá carácter cuasifiscal, y consistirá en dotación de recursos al BNDES, por parte del Tesoro, por un importe próximo al 1 % del PIB. Esta evolución contrasta con la de las ventas al por menor, que han registrado una mayor fortaleza en los últimos trimestres, que se estaría prolongando en los inicios de 2012 (véase gráfico 11). La inflación, tras alcanzar un valor máximo del 7,3 % en septiembre, se moderó hasta el 5,2 % en marzo, pero sigue en la parte superior del intervalo objetivo del banco central ($4,5 \% \pm 2 \%$), al igual que la inflación subyacente. Las expectativas de inflación para 2012 y 2013 se mantienen en este rango. Pese a ello, el banco central redujo el tipo de interés oficial en 350 pb desde agosto, hasta situarlo en el 9 % en abril, y adoptó otras medidas macroprudenciales para relajar las condiciones monetarias y crediticias: i) modificaciones en el sistema de requerimientos de reservas en enero para reducir los problemas de liquidez de bancos pequeños y medianos; ii) reducción del impuesto de transacciones financieras (IOF, por sus siglas en portugués) sobre los préstamos personales (del 3 % al 2,5 %) en diciembre, y iii) modificaciones de la regulación sobre requerimientos de capital para ciertas operaciones de crédito a personas físicas en noviembre. El dinamismo del crédito al sector privado se mantuvo, en términos generales, aunque registró cierta moderación en los primeros me-

ses de 2012, hasta situarse en el 17,3 % interanual, con una expansión del crédito dirigido más robusta, del 21,4 %, y una mayor desaceleración del crecimiento del crédito libre, hasta el 15 %. En el terreno fiscal, el superávit primario en 2011 fue del 3,1 % del PIB, que coincide con el objetivo para ese año y fue superior al registrado en años precedentes (2 % en 2009 y 2,7 % en 2010). El déficit público se situó en el 2,6 % del PIB. Para 2012, el Gobierno tiene un objetivo de superávit del 3,1 % del PIB y para alcanzarlo ha aprobado una reducción del gasto del 1,2 % del PIB, dada la reducción esperada en los ingresos, si bien la previsión de crecimiento empleada (4,7 %) sigue pareciendo ambiciosa. En el ámbito del sector exterior, el déficit por cuenta corriente se situó en 52 mm de dólares en 2011, un 2,1 % del PIB. Las entradas de capital alcanzaron los 111,9 mm de dólares, superiores a las de 2010, destacando la inversión extranjera directa (76 mm de dólares), y siendo menores la inversión de cartera y la otra inversión. En 2011 las reservas internacionales superaron los 350 mm de dólares, tras aumentar en casi 59 mm durante el año, a pesar de que, coincidiendo con una moderación en la entrada de capital en los últimos meses del año, el banco central suspendió las intervenciones. En 2012, cuando volvieron a reactivarse las entradas, el banco central volvió a comprar dólares. De hecho, para hacer frente a las tensiones apreciatorias sobre el real, el Ministerio de Economía endureció los controles de capital vía precios, mediante una ampliación del ámbito de aplicación del IOF a las emisiones de deuda con plazo superior a dos años e inferior a cinco, que anteriormente estaban exentas, y a los pagos adelantados a las exportaciones de plazo superior a 360 días. Por otra parte, la agencia *Standard and Poor's* mejoró la calificación crediticia de la deuda soberana del país, situándola un escalón por encima del grado de inversión.

En *México*, la economía registró en 2011 un crecimiento del 3,9 %, frente al 5,5 % de 2010. El menor dinamismo se apreció, especialmente, en el cuarto trimestre, cuando la tasa de avance trimestral se situó en el 0,4 %, frente al 1,2 % del tercero. Las tasas interanuales se situaron en el 4,5 % y el 3,7 %, respectivamente, en los dos últimos trimestres del año. Por el lado de la demanda, el componente más dinámico fue la inversión, que creció un 8,8 %, frente al 6,3 % de 2010, si bien se fue desacelerando paulatinamente, hasta el 5,5 % del cuarto trimestre. El consumo privado fue perdiendo algo de fortaleza a lo largo del año (4,2 % en el último trimestre, frente al 4,9 % previo), mientras que las exportaciones crecieron a ritmos inferiores a los de las importaciones, lo que generó una contribución negativa de la demanda externa de 0,8 pp, en media, en el último semestre. De esta manera, la economía mexicana cerró en 2011 la brecha de producción negativa que se abrió a finales de 2008, confirmando una recuperación menos dinámica que en el resto de la región. Los datos publicados para el primer trimestre de 2012 apuntan al mantenimiento de ritmos de crecimiento similares a los del cuarto trimestre de 2011, con una mayor fortaleza del consumo privado y algo menor de la producción industrial y la inversión. El mercado laboral registró en 2011 un comportamiento algo más positivo que en 2010, con una creación de empleo del 2,2 %, pero a mayor ritmo en el sector informal de la economía, y dentro de este en el segmento de menor calidad (gráfico 11). Las remesas, otro de los determinantes del consumo privado, crecieron un 9,1 % en tasa interanual durante el segundo semestre, pero se situaron cerca de los niveles de 2005 tanto en dólares como en pesos. La inflación se mantuvo en la parte superior del intervalo objetivo del banco central ($3\% \pm 1\%$), tras haberse incumplido el objetivo en 2010. La tasa subyacente (en febrero, del 3,4 %) se situó por debajo de la general durante el período de análisis, y las expectativas de inflación de medio y largo plazo permanecieron ancladas alrededor del 3,5 %. En este contexto, el banco central mantuvo el tipo oficial en el 4,5 %, nivel en el que se encuentra desde julio de 2009, aunque en los últimos meses de 2011, tras el rebrote de las turbulencias financieras globales, se modificó el tono de sus comunicados, que pasaron a

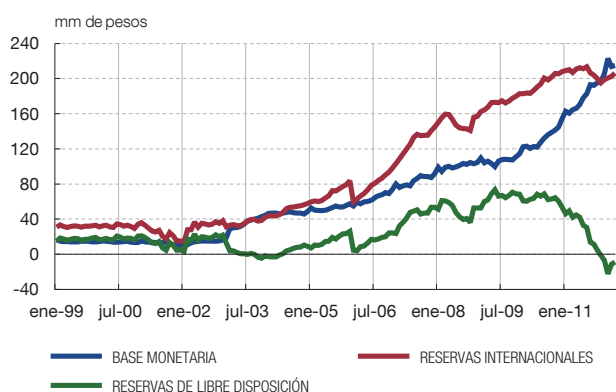
considerar la posibilidad de bajar el tipo de interés oficial. Este sesgo fue corregido en 2012, dadas la mejoría de los indicadores de actividad en Estados Unidos y la reducción de la volatilidad en los mercados financieros internacionales. El crédito bancario al sector privado siguió presentando tasas de crecimiento interanual en términos reales cercanas al 10 %, siendo más elevadas en el segmento de consumo. En el plano fiscal, las cuentas públicas experimentaron una ligera mejoría, pues, excluyendo la inversión de la empresa pública PEMEX, el déficit se situó en el 0,6 % del PIB, dos décimas menos que en 2010, como consecuencia de que los ingresos públicos ascendieron ligeramente por encima de los gastos. El presupuesto aprobado para 2012 contempla un panorama similar de reducción muy gradual del déficit. La balanza por cuenta corriente presentó durante 2011 un déficit del 0,8 % del PIB, frente al 0,3 % de 2010. La cuenta financiera mostró un superávit del 4,8 % del PIB, reflejando principalmente la inversión en cartera para la compra de bonos. Ello supuso un aumento de las reservas internacionales durante el año, proceso que se interrumpió en los meses finales de 2011 (cuando se anunciaron subastas de dólares si el tipo de cambio se depreciaba más de un 2 % diario, aunque no se llegaron a utilizar), pero que se reanudó durante los tres primeros meses de 2012. De esta manera, las reservas internacionales se situaron cerca de los 148 mm de dólares, nuevo máximo histórico, aunque en términos relativos (12 % del PIB) por debajo del resto de economías de la región. En cualquier caso, la línea de crédito (FCL) con el FMI continúa vigente (hasta 73 mm de dólares). El Gobierno siguió manteniendo un acceso fluido a los mercados de renta fija internacionales con varias emisiones globales en moneda local y en moneda extranjera, y señaló que a finales de febrero había cumplido su objetivo de financiación para el año en los mercados internacionales. Por último, cabe indicar que en julio se celebrarán elecciones presidenciales, en las que podría vencer el candidato de la oposición, que se ha mostrado favorable a impulsar alguna de las reformas estructurales pendientes.

La actividad en *Argentina* perdió dinamismo de forma acusada en la segunda mitad del año. El crecimiento trimestral en el cuarto trimestre fue de un 0,8 % (0,9 % en el tercero), frente a tasas del 2,8 % y del 2,3 % en los dos primeros trimestres. En tasa interanual, el crecimiento se situó en el 7,3 % en el cuarto trimestre (9,3 % en el tercero, debido a un efecto base favorable). El factor clave detrás de la desaceleración fue el comportamiento de la demanda interna, que pasó de crecer a tasas interanuales superiores al 11 % a un crecimiento del 7,7 % en el cuarto trimestre. Tanto el consumo privado (que, aun así, siguió mostrando una enorme fortaleza, al situar su tasa de crecimiento en el 8,8 %) como, especialmente, la inversión redujeron sus tasas de avance, mientras que el consumo público se aceleró ligeramente. En sentido contrario, la aportación negativa del sector exterior pasó a ser de solo 0,6 pp, tras haberse situado en 2,1 pp en el trimestre anterior, tanto por la aceleración de las exportaciones como, sobre todo, por la ralentización de las importaciones (tasa de crecimiento interanual del 9,8 %, frente al 17,7 % del tercer trimestre, en parte consecuencia de los controles a la importación instaurados por el Gobierno). En el conjunto de 2011, el crecimiento del PIB fue de un 8,9 %, frente al 9,2 % registrado en 2010. La desaceleración de la actividad prosiguió al inicio de 2012, de acuerdo con diversos indicadores. Sin embargo, se puede destacar la favorable situación del mercado de trabajo, que mantiene la tasa de paro en su mínimo histórico. El año 2011 destaca por ser el ejercicio en el que se rompe el esquema de superávits gemelos. Así, la cuenta corriente registró un déficit en el segundo semestre, como consecuencia del aumento en el saldo negativo de la balanza de servicios y de rentas, pues la balanza comercial mejoró ligeramente, a pesar del aumento del déficit energético. No obstante, en el conjunto del año la balanza por cuenta corriente aún presentó un pequeño superávit (17 millones de dólares, frente a 2.818 millones de dólares en 2010). El superávit público primario se situó en torno al 0,3 % del PIB en 2011, lo que supone una notable reducción, frente al 1,7 % registrado en 2010. La erosión de ambos superávits, junto con la agudización de las

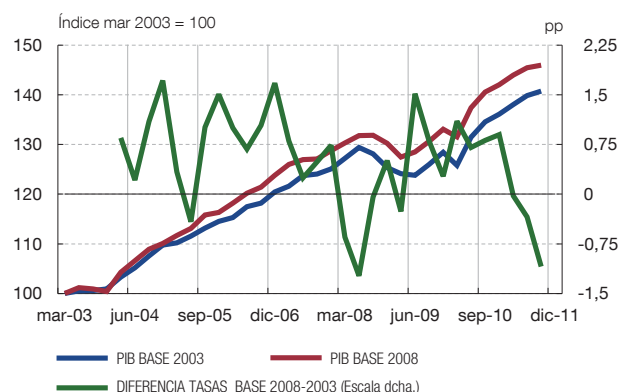
salidas de capitales desde agosto (en el conjunto del año las salidas superaron los 21 mm de dólares), llevaron al Gobierno a adoptar una batería de medidas tras las elecciones presidenciales de octubre. Así, por el lado de la balanza comercial, se profundizaron los controles a la importación y se autorizaron mayores exportaciones de trigo y maíz. En el ámbito de las balanzas corriente y financiera, se aumentaron los controles a la inversión en activos externos por parte de residentes, se eliminaron las excepciones a la obligación de ingreso de divisas por exportaciones de hidrocarburos y minería, se obligó a radicar en el país las inversiones en el exterior de las compañías de seguros, y se estableció un mayor seguimiento de las operaciones por volúmenes significativos en el mercado de cambios, así como un requisito de conformidad previa para la repatriación de beneficios de empresas extranjeras, entre otras disposiciones de corte heterodoxo. Estas medidas perseguían aumentar la oferta de dólares y reducir la demanda de los mismos, dada la pérdida de reservas internacionales (5.814 millones de dólares en el conjunto de 2011), lo que en cierto modo se consiguió, a juzgar por la desaceleración en las salidas de capitales, la reducción de la prima del tipo de cambio paralelo (una medida de la depreciación esperada del peso) y la reducción de los tipos de interés interbancarios de las operaciones en pesos, que habían aumentado del 12 % a principios de septiembre al 23 % a mediados de noviembre. Además, se consiguió también frenar la retirada de depósitos locales en moneda extranjera del sector privado (por unos 2.500 millones de dólares) que se produjo en el mes de noviembre y que hizo caer la dolarización de los depósitos en unos 4 pp, hasta situarse ligeramente por encima del 16 %, mediante la aprobación de una norma por parte del banco central que flexibilizaba la exigencia mínima de dólares que los bancos comerciales deben tener depositados en el banco central. Por su parte, ante el deterioro de las cuentas públicas, el Gobierno anunció una serie de medidas para reducir progresivamente el elevado nivel de subsidios al transporte y consumo energético (un 4,2 % del PIB en 2011). La inflación oficial se mantuvo en el rango del 9,5 %-10 %, varios puntos por debajo de las estimaciones privadas y de la inflación oficial de las provincias. Finalmente, las cámaras aprobaron un proyecto de ley que modifica varios artículos de la Ley de Convertibilidad y reforma la Carta Orgánica del banco central. Entre otros aspectos, se modifica el nivel de «reservas de libre disponibilidad» (las que se utilizaron durante 2010 y 2011 para el servicio de la deuda en moneda extranjera), de forma que dicho concepto dejará de estar basado en una cifra objetiva (aquellas que excedían la base monetaria) y pasará a ser fijado por el directorio del banco central (véase gráfico 12). Además, se incrementan los adelantos transitorios que el banco central puede conceder al Tesoro, lo que probablemente se traduzca en una reducción adicional de la deuda negociable en el mercado y un aumento de la deuda bruta en manos del banco central, de la Seguridad Social y otras entidades públicas. Finalmente, el Gobierno argentino envió un proyecto de ley al Congreso para expropiar a Repsol el 51 % del capital de YPF (Repsol mantenía una participación del 57,43 %). El proyecto de ley también considera que ese 51 % expropiado se dividirá entre el Estado (51 %) y la Organización Federal de Estados Productores de Hidrocarburos (49 %), que engloba a las provincias argentinas productoras. La cuantía del pago por la expropiación lo determinará el Tribunal de Tasaciones argentino, desconociéndose de dónde provendrán los fondos necesarios para la compensación. Asimismo, la presidente argentina firmó un decreto de necesidad y urgencia que dispone la intervención transitoria de YPF por 30 días, por lo que nombró como interventores de la misma a dos miembros de su Gobierno.

La actividad en *Chile* se aceleró notablemente en el cuarto trimestre, al registrar una tasa de crecimiento intertrimestral del 2 %, frente al escaso 0,3 % del tercero. En el conjunto de 2011, el crecimiento se situó en el 6 % (6,1 % en 2010). Además, se publicaron las nuevas series de Contabilidad Nacional correspondientes al período 2003-2011 (elaboradas tomando 2008 como año base) y con un importante cambio metodológico: la base de precios para la estimación de las variables en términos de volumen pasa a ser móvil (índices encade-

ARGENTINA: EVOLUCIÓN DE RESERVAS DE LIBRE DISPOSICIÓN



CHILE: PIB A PRECIOS CONSTANTES



FUENTES: BCRA y Banco Central de Chile.

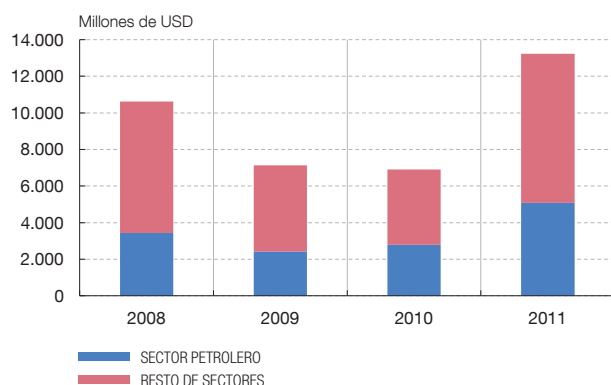
nados) (véase gráfico 12). Las revisiones supusieron, por el lado de la oferta, un aumento de la ponderación de la actividad minera para el cálculo del PIB (5,6 pp), y un descenso de la correspondiente a la industria (5,2 pp); y, por el lado de la demanda, una disminución apreciable de la ponderación de la demanda interna. La demanda interna se desaceleró en el cuarto trimestre (5,5 %, frente al 8,6 % en el trimestre anterior) como consecuencia, principalmente, de la menor aportación de la variación de existencias, pero también se redujo notablemente la aportación negativa de la demanda externa al crecimiento (de 5,9 pp en el tercer trimestre a 1,2 pp), como consecuencia tanto de la aceleración de las exportaciones como de la desaceleración de las importaciones. No obstante, disminuyó el superávit de la balanza comercial por la caída de los términos de intercambio, lo que llevó a aumentar el déficit de la balanza por cuenta corriente, que, en el conjunto de 2011, representó un 1,3 % del PIB, al que también contribuyó la reducción del superávit en la balanza de transferencias. La inflación repuntó por encima del 4 % (límite superior del intervalo objetivo) en diciembre, como consecuencia de la energía y, especialmente, los alimentos, y se ha mantenido en esos niveles hasta marzo (cuando se situó en el 3,8 %), aunque la tasa subyacente y las expectativas de inflación permanecen ancladas cerca del objetivo del banco central (3 %). El aumento de la inflación general, junto con la preocupación por la estrechez del mercado de trabajo y el dinamismo de la demanda interna, contribuyó al mantenimiento del tipo de interés oficial en el 5 %, en las reuniones de febrero y marzo, tras la reducción de 25 pb en enero. La curva de tipos de interés descuenta subidas en los próximos meses. El banco central finalizó en diciembre su programa de acumulación de reservas (12 mm de dólares en 2012) e implementó un programa transitorio de operaciones *repo* a tipo de interés variable por un plazo hasta 28 días (desde finales de diciembre hasta principios febrero), destinado a facilitar la gestión de liquidez en pesos del sistema financiero, en el contexto de las mayores tensiones observadas en el mercado monetario. Por su parte, el crédito bancario se aceleró durante 2011, cerrando el año con un crecimiento interanual cercano al 13 % real. En el plano fiscal, el Gobierno central presentó en 2011 un superávit del 1,4 % del PIB (déficit de 0,4 % en 2010), destacando el dinamismo de los gastos en capital, lo que supone un déficit estructural del 1,5 % (2 % en 2010), en línea con el objetivo del Gobierno de situarlo en el 1 % en 2014.

En *Colombia*, la actividad mantuvo un extraordinario dinamismo en el segundo semestre del año, registrando tasas de crecimiento interanuales en el tercer y cuarto trimestres del 7,5 % y el 6,1 %, respectivamente. En el conjunto de 2011, el crecimiento fue del 5,9 % como consecuencia de la fortaleza del consumo privado, que creció un 6,5 %, frente al 5 % registrado

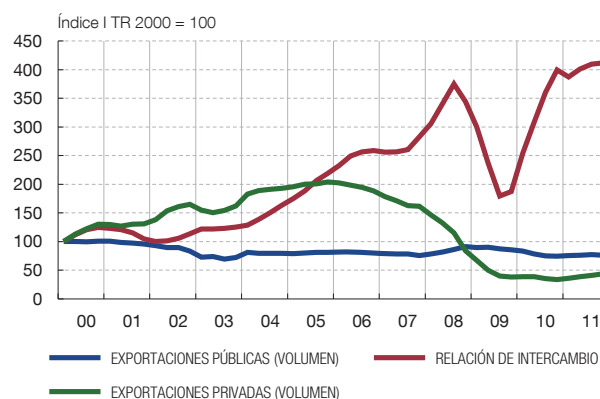
en 2010, y de la formación bruta de capital, que aumentó un 16,6 %, frente al 4,6 % de 2010. De esta forma, la inversión privada pasó a representar cerca de un 28 % del PIB. El sector minero lideró el crecimiento en 2011, con una tasa del 14,3 %. La aportación negativa de la demanda externa aumentó como consecuencia de la mayor aceleración de las importaciones que de las exportaciones. Sin embargo, el superávit de la balanza comercial se amplió como consecuencia, principalmente, de las mayores exportaciones de petróleo y sus derivados, que registraron en el año un incremento del 61,9 % en valor y 28,1 % en volumen. El déficit de la cuenta corriente en porcentaje del PIB se mantuvo en el -3 %. La inflación se ha situado desde marzo de 2010 en la parte alta del intervalo objetivo del banco central, llegando a alcanzar en octubre y noviembre el límite superior del 4 %, aunque posteriormente se ha moderado hasta el 3,4 % en marzo, gracias al comportamiento de los elementos no subyacentes. En el período de análisis, el banco central elevó los tipos de interés en tres ocasiones (25 pb cada una), hasta situarlos en el 5,25 %, dada la fortaleza de la demanda, la evolución de la inflación y el dinamismo del crédito, que, aunque se moderó durante 2011, registró un crecimiento interanual real superior al 15 %. Asimismo, para combatir las presiones apreciatorias sobre el peso colombiano, el banco central estableció diversos mecanismos de intervención en el mercado cambiario, y el Tesoro anunció que los recursos obtenidos a partir de la emisión de bonos globales no se convertirían en pesos. Asimismo, el déficit del Gobierno central se redujo en 2011 hasta un 2,9 % del PIB (frente al 3,8 % de 2010), como consecuencia del aumento del 25,4 % de los ingresos tributarios y del 16,8 % de los gastos (con especial dinamismo por parte del gasto en inversión).

En Perú, el PIB mantuvo un ritmo de crecimiento muy robusto durante 2011, con tasas de crecimiento trimestrales de entre el 1,3 % y el 1,5 % en los dos trimestres finales del ejercicio, lo que llevó a un crecimiento del 6,9 % durante el año (8,8 % en 2010). La aportación de la demanda externa pasó de ser negativa en el primer semestre a positiva en el segundo, dada la extraordinaria moderación de las importaciones en la segunda mitad del año, que obedece principalmente a la desaceleración de la inversión. El consumo privado, en cambio, mantuvo su fortaleza (6,4 % interanual) y el consumo público repuntó. El déficit de la cuenta corriente se redujo en 2011 al 1,3 % del PIB (-1,7 % en 2010), como consecuencia de la mejora del superávit comercial, apoyado a su vez en una mejora notable de los términos de intercambio. No obstante, la balanza de rentas se mantuvo fuertemente deficitaria. Por su parte, la cuenta financiera presentó un superávit del 4,8 % del PIB, inferior al 8,3 % registrado en 2010, por la menor inversión directa y las salidas netas de capitales de corto plazo. La inflación aumentó, sobre todo a lo largo del segundo semestre, situándose en marzo en un 4,2 %, por encima del límite superior del rango objetivo del banco central (1 %-3 %), principalmente como consecuencia del alza en los precios de alimentos y energía, en un contexto de fortaleza de la demanda interna y aumento de los salarios reales. El banco central mantuvo el tipo oficial sin cambios en el 4,25 % desde mayo. En el período de análisis, para hacer frente a las presiones apreciatorias sobre el nuevo sol, el banco central intervino en el mercado cambiario comprando dólares en una elevada cuantía, de modo que Perú siguió siendo el país con mayor ratio de reservas internacionales sobre PIB (superior al 30 %). En el ámbito fiscal, el sector público no financiero registró un superávit equivalente al 1,8 % del PIB en 2011, revirtiendo los déficits de los dos años previos (-1,3 % en 2009 y -0,3 % en 2010). Los ingresos se incrementaron un 13,9 % en términos reales y los gastos solo un 2 %, como consecuencia, en parte, de las limitaciones legales en los años de celebración de elecciones y por la no ejecución de la totalidad del presupuesto de algunos Gobiernos locales y regionales. Estos saldos no ejecutados, junto con algunos paquetes adicionales, constituyen un plan de estímulo fiscal cercano al 2 % del PIB para 2012. La agencia Fitch mejoró la calificación crediticia desde BBB- a BBB, un nivel por encima del «grado de inversión».

COLOMBIA: FLUJOS DE FDI POR SECTORES



VENEZUELA: INDICADORES DEL SECTOR EXTERNO



FUENTES: Estadísticas nacionales.

La economía de *Venezuela* mostró una fuerte recuperación en 2011, con un crecimiento del PIB del 4,2 %, tras la caída del 1,5 % de 2010, si bien en el cuarto trimestre se produjo un parón al presentar un crecimiento trimestral nulo. La demanda interna creció un 9,1 % en el segundo semestre del año (5,9 % en la primera mitad), gracias a la aceleración del consumo público y privado y de la inversión, pero también por la mayor acumulación de existencias. En el segundo semestre aumentó la aportación negativa de la demanda externa (por encima de los 6,5 pp), debido tanto al mayor dinamismo de las importaciones como al menor de las exportaciones, que incluso presentaron una caída interanual en el último trimestre del ejercicio. Por primera vez desde 2007, el crecimiento del sector privado ha superado, aunque ligeramente, al del sector público. En los últimos meses de 2011 se observó un nuevo repunte de la inflación, que cerró el año en el 29 % (27,4 % en diciembre de 2010), propiciado por la subida del precio de los alimentos, aunque entre enero y marzo se volvió a moderar hasta el 24,2 %. La política monetaria no experimentó cambios relevantes en el período examinado. En el mercado paralelo oficial SITME, el bolívar cotizó un 19 % más depreciado que el tipo de cambio oficial (4,3 bolívars por dólar). De acuerdo con cifras publicadas por el banco central, los ingresos públicos habrían aumentado, en 2011, en 3,2 pp del PIB, como resultado de un incremento de la regalía petrolera y de los mayores ingresos de las empresas petroleras, mientras que el gasto ascendió en 3,1 pp del PIB, fundamentalmente a causa de que los pagos por intereses de la deuda doblaron su valor respecto a 2010. El déficit se situó en el 3,4 % del PIB, una décima menos que en 2010. El Gobierno continuó financiándose con emisiones en dólares en el mercado interno pagaderas en bolívars. El superávit por cuenta corriente superó en 2011 los 27 mm de dólares (12 mm en 2010), mientras que el superávit comercial registró un récord histórico gracias al incremento de los términos de intercambio (gráfico 13). La cuenta financiera registró un déficit en términos absolutos similar al superávit corriente. Destacan las entradas de IED, muy superiores a las de años anteriores, ligadas principalmente al sector público petrolero. El Gobierno siguió aumentando el grado de intervención en la economía durante el período analizado, destacando la nacionalización de la minería del oro, la repatriación de reservas internacionales del banco central y la elaboración de una nueva ley de control de precios y otra para el control de los arrendamientos de viviendas. En octubre se celebrarán elecciones presidenciales, en un contexto de incertidumbre por la salud del presidente y con unas perspectivas para el candidato de la oposición algo más favorables que en anteriores convocatorias.

18.4.2012.

Este artículo ha sido elaborado por Carlos Pérez de Eulate, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Este artículo ofrece una panorámica de la actividad del Club de París desde sus comienzos en 1956 hasta la actualidad, así como de su estructura y funcionamiento. Los cambios registrados en el Club de París a lo largo de estas casi seis décadas son respuesta, en gran medida, al formidable desarrollo de los mercados internacionales de capitales, a las crecientes posibilidades de financiación que dichos mercados han abierto para los soberanos de países emergentes y en desarrollo, y a las condiciones crecientemente ventajosas para los deudores que se han ido imponiendo en la resolución negociada de las crisis de deuda soberana de estos países.

El Club de París se puede definir como una asociación informal de países acreedores que renegocia la deuda de países deudores en dificultades de pago, de la que forman parte 19 países, entre ellos, España.¹ No es una institución internacional al uso (con sus estatutos, comités, financiación, etc.), sino, más bien, un foro singular que, por su misma naturaleza informal, ha sabido adaptarse a los tiempos y mantener un perfil flexible².

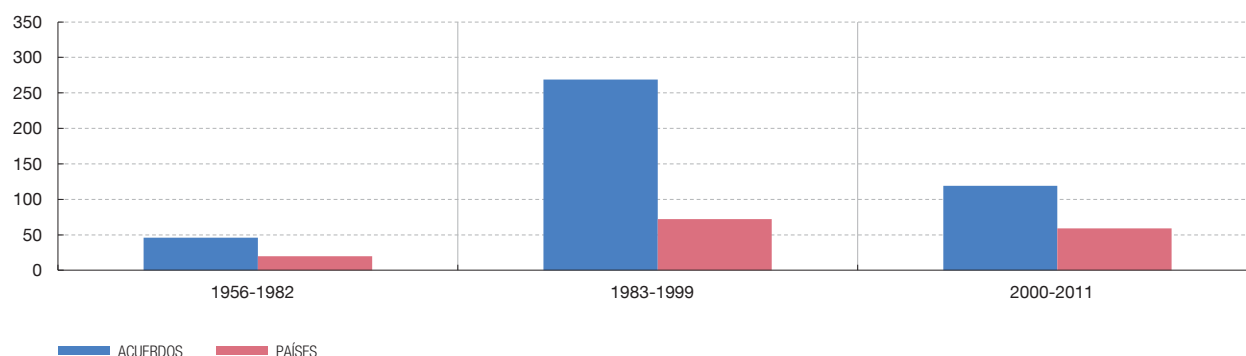
En el Club de París se renegocian los créditos directos y los créditos asegurados por sus Estados miembros cuyo deudor es otro Estado. Solo muy excepcionalmente se incluyen deudas cuyo deudor final no sea un país soberano³. En todos los casos, la relación crediticia implica como prestamista no residente a un acreedor soberano, bien directamente, bien a través de una ECA (Entidad de Crédito a la Exportación) que previamente ha asegurado la operación crediticia por cuenta del Estado. Por lo tanto, estamos en el terreno de las relaciones bilaterales Estado a Estado, derivadas de créditos comerciales con apoyo público o de créditos de carácter oficial bilateral, en su mayoría concesionales. Hasta ahora, el Club de París nunca ha renegociado créditos financieros puros, por ejemplo, entre bancos centrales o líneas de apoyo entre Estados en caso de crisis. Tampoco suelen incluirse los créditos a corto plazo (con plazo de amortización igual o inferior a un año), aunque hay excepciones, en las que sí se han renegociado los atrasos o impagos de este tipo de créditos.

El artículo se plantea del modo siguiente. El primer epígrafe se dedica a la trayectoria del Club de París, que se divide en tres fases o períodos. A continuación se definen las reglas o principios bajo los que actúa el Club de París. Por último, se explica la evolución de los términos o condiciones contractuales de los acuerdos de renegociación tanto con países pobres como con países de renta media. El artículo finaliza con algunas consideraciones sobre los logros del Club de París.

1 Los Estados miembros son los siguientes: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Italia, Japón, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Rusia, Suecia y Suiza.

2 El anterior presidente del Banco Central Europeo, Jean Claude Trichet, que fue, en su condición de director general del Tesoro francés, presidente del Club de París, solía referirse al mismo como una «non institution», lo que define muy adecuadamente su naturaleza.

3 Estas excepciones son dos. La primera, el caso de deudas de entidades subsoberanas —incluidas compañías de capital público— asumidas expresamente por el soberano. La segunda, la de impagos de prestatarios privados que, habiendo efectuado el depósito del importe de la deuda en moneda local en el sistema bancario no pueden efectuar la transferencia al prestamista no residente al no obtener la divisa o la autorización correspondiente. Incumplimiento, por lo tanto, no derivado del riesgo comercial sino del riesgo político.



FUENTES: Club de París y Banco de España.

Orígenes y fases: algunas fechas destacadas

El Club de París nace el 16 de mayo de 1956 con la primera acta de renegociación de deuda argentina por 500 millones de dólares. Eran los años de aplicación plena de los principios establecidos en Bretton Woods, con paridades cambiarias fijas. Quizá el antecedente más próximo haya que buscarlo en el Acuerdo de Londres de 1953 sobre reparaciones de guerra de Alemania a consecuencia de la Segunda Guerra Mundial. En ese acuerdo fundamental, los acreedores evitaron repetir la negativa experiencia del Tratado de Versalles⁴ y sus corolarios, el Plan Dawes (1924) y el Plan Young (1929), que llevaron al desastroso escenario de entreguerras.

Hasta el final de 2011, el Club de París ha firmado 434 acuerdos con 89 países, dos cifras que subrayan la intensa actividad del Club. Naturalmente, no todos estos años ofrecen la misma actividad (véase gráfico 1). Hasta los años setenta no hubo siquiera una regularidad periódica en las sesiones. Con todas las reservas que requiere el caso, podríamos dividir esta visión panorámica de la historia del Club de París en tres fases o períodos.

Los primeros años abarcarían desde 1956 hasta 1982, período de la gran expansión económica de posguerra, de los controles de capitales —y hasta 1973, de las paridades fijas instauradas en Bretton Woods—, así como de la estabilidad macroeconómica y la ausencia de crisis internacionales destacables. Es la época del fuerte crecimiento de Estados Unidos asociado a déficits de su balanza por cuenta corriente y, como consecuencia, de la expansión de la liquidez internacional vía eurodólares. El período se cierra con la primera crisis de deuda en el verano de 1982, a raíz de la suspensión de pagos de México, cuyos efectos en el funcionamiento del Club se dejarían sentir profundamente en el período inmediatamente posterior.

En este primer período, el Club de París, que todavía no mantenía reuniones mensuales, alcanzó 46 acuerdos con 20 países —algo más de dos por año—, en su práctica totalidad consistentes en un aplazamiento hasta 10 años del período de pago original de las deudas renegociadas. En definitiva, una consolidación o reprogramación de atrasos y vencimientos, lo que se denominó «términos clásicos». El Club de París trataba de negociar unos términos aceptables de pago para países que se encontraban en situaciones comprometidas de liquidez y, en consecuencia, arrastraban impagos de sus deudas. Todavía no se planteaba la posibilidad de un problema de impago estructural de un soberano, es decir, un problema de solvencia.

4 Véase la crítica de J. M. Keynes, en *Las consecuencias económicas de la paz*.

El segundo período abarca del año 1983 a 1999 y se inicia con la renegociación de la deuda de México. Estos años son menos uniformes que los anteriores desde el punto de vista financiero internacional, y en el Club de París se caracterizan por el reconocimiento paulatino por parte de los países acreedores de que la solución a los problemas de endeudamiento soberano requería condonaciones sustanciales, y no solo de los vencimientos de un período, sino de la totalidad de la deuda.

Son años caracterizados, por un lado, por la llamada «década perdida» latinoamericana, consecuencia del sobreendeudamiento y de los ajustes fiscales subsiguientes; por otro lado, por la generalización de los tipos de cambio flotantes y de la fase expansiva de los años noventa, en un contexto de globalización financiera, salpicada también de crisis financieras. Durante este período se produce una sustancial acumulación de activos financieros internacionales. Desde los inicios de esta década, los flujos privados de capitales superan por primera vez a los flujos públicos u oficiales. Más aún, a partir de mediados de los noventa, será el mercado internacional de capitales privado —a través de emisiones de bonos y obligaciones— el mecanismo principal de financiación externa de los deudores soberanos. Como veremos, estos cambios tendrán consecuencias importantes para el Club de París. Por otra parte, a partir de 1989 asistimos al colapso de las economías de planificación central y a la transición de las mismas hacia economías de mercado. El proceso se complica con la desintegración de la Unión Soviética. El período termina con la última renegociación de Rusia con el Club de París, en 1999. Estos serán los años de mayor actividad del Club de París. De 1983 a 1999, se firman 269 acuerdos con 72 países con una media superior a 15 renegociaciones anuales, de las que 24, el máximo histórico, tuvieron lugar en 1989.

En este período surge el problema de la renegociación con un mismo país deudor de manera repetitiva (*serial rescheduling*). En efecto, en cuanto finalizaba el período de uno a tres años cuyos vencimientos habían sido consolidados, el país deudor volvía a suspender pagos en un plazo de tiempo breve y, por lo tanto, volvía a negociar con el Club. Esta reiteración reflejaba que su situación era más bien insostenible a medio plazo, es decir, planteaba un problema de viabilidad, de insolvencia. Estados, por lo tanto, incapaces de hacer frente a su endeudamiento externo, que dependen de la ayuda internacional y en los que la simple consolidación o aplazamiento de los pagos del servicio de su deuda externa no soluciona su extrema situación. Tendrá que transcurrir casi una década para que este problema se aborde directamente, aceptándose condonaciones o quitas masivas por parte de los acreedores. Con la Iniciativa HIPC (*Highly Indebted Poor Countries*) en 1996 y la Cumbre del G 7 de Colonia en 1999, se vendrá a dar respuesta a este tipo de situaciones. Antes, en 1988, por primera vez, el Club de París concedía una quita parcial a Mali, iniciando un proceso al que nos referiremos con más detalle en el siguiente epígrafe.

En cuanto a los países de renta media, también se alargan los plazos de pago hasta 15 años, los llamados «términos Houston», aplicados por primera vez en el Acuerdo con Marruecos de 1990. Este acuerdo, además, incluyó, también por primera vez, una cláusula de conversión de deudas, ofreciendo así, tanto al deudor como al acreedor, la posibilidad de flexibilizar bilateralmente, aunque por cuantía limitada, los términos pactados multilateralmente. Cabe añadir en este período dos fechas trascendentales en la historia del Club de París. En primer lugar, los acuerdos con Polonia y Egipto de 1991. Fueron acuerdos sin precedentes, en condiciones excepcionales, con una condonación del 50 % del principal pendiente, incluyendo atrasos de intereses y un período de pago para el resto de 18 años, en el caso de Polonia, y de 25 años, en el de Egipto. Estos acuerdos han contribuido a sentar las bases de la estabilidad y el crecimiento de ambos países. Polonia es hoy día

miembro de la UE y Egipto, a pesar de los acontecimientos recientes, es un país más estable y próspero que a finales de los años ochenta.

La otra fecha decisiva es la de la negociación con Rusia en abril de 1993, consecuencia directa de la desintegración de la URSS. A raíz de la misma se firmó un convenio con las nuevas Repúblicas independientes (excluyendo las Repúblicas bálticas), por el cual Rusia asumía la totalidad de la deuda soviética, estimada en 97.000 millones de dólares, a cambio de la totalidad de los activos externos —reservas y préstamos en divisas—, estos últimos concedidos generalmente a países del llamado bloque comunista. A esta solución se la denominó «opción cero». La deuda asumida por Rusia con los acreedores del Club de París sumaba 48.000 millones de dólares, una cantidad inasumible por el deudor en sus plazos de pago originales, más aún en medio de una profunda crisis. El Club de París firmó un primer acuerdo en 1993 y cuatro acuerdos posteriores, hasta 1999. No implicaron cancelaciones de deuda, pero el Acuerdo de 1996 aceptaba, de manera extraordinaria, una consolidación, es decir, un nuevo calendario de pagos, de la totalidad de la deuda rusa, por una cifra superior a los 40.000 millones de dólares. Nunca en el Club de París se había renegociado una cantidad semejante y la negociación fue muy compleja. La mejoría subsiguiente de la situación económica de Rusia —a la que también contribuyó este Acuerdo— permitió, incluso, que el deudor pagara por anticipado en 2005 y 2006 la deuda procedente de esas renegociaciones. Desde 1997, Rusia es miembro de pleno derecho del Club de París, participando desde entonces en todas las negociaciones en las que tiene interés como acreedor.

El último período que consideramos es el que va desde el año 2000 hasta la actualidad. En total, hasta diciembre de 2011, se firman 119 acuerdos con 59 países —10 por año—, en su mayoría del África subsahariana. El período se caracteriza por dos rasgos.

El primero, desde una perspectiva general, es la continuación del proceso de expansión de los mercados internacionales de capitales a ritmos muy intensos, interrumpido por la crisis financiera en 2008. No solo los flujos privados de capitales son los predominantes, sino que se consolida un cambio de estructura: la financiación a través del mercado internacional de capitales se hace predominante, desbancando la tradicional vía de los préstamos sindicados, de tal forma que los mercados adquieren un protagonismo desconocido desde los años anteriores a la Primera Guerra Mundial.

El segundo, desde un punto de vista más específico del Club, es la consagración de las quitas masivas de deuda a los países más pobres y endeudados, en el marco de la iniciativa HIPC. Además, a partir de 2003 este enfoque se hace extensible, en determinados casos, a los países de renta media. La negociación de más alcance en este período será la de Iraq en 2004.

Cabe destacar en estos años otro factor importante: el pago anticipado de la deuda renegociada. Polonia, en febrero de 2005, es el primer caso en el que se produce el pago —de una sola vez, como sucederá generalmente— de las cantidades renegociadas y pendientes de vencimiento. De cara a la devolución, se negocia la cantidad y el precio, ya que este puede ser al nominal (a la par), superior al nominal (con prima) o inferior (con descuento). Hasta la fecha, 9 países han firmado 11 acuerdos de esta naturaleza, prepagando así sus deudas procedentes de anteriores negociaciones con el Club de París. Además de Polonia, señalemos el caso, ya mencionado, de Rusia y el de Brasil. Este fenómeno es importante, pues indica hasta qué punto han mejorado las condiciones financieras de algunos países que años antes se encontraban técnicamente en situación de *default*.

Los principios de funcionamiento del Club de París: normas vs. discrecionalidad

Esta evolución también confirmaría una tendencia que se venía apuntando: el papel residual de los países del Club de París como acreedores directos en la financiación de países de renta media, a medida que los mercados de capitales internacionales y, en buena medida, los propios mercados de capitales domésticos han ido cubriendo el grueso de las necesidades financieras de estos países, en un contexto de amplia liquidez y, por lo tanto, de posibilidades alternativas de financiación a tipos de interés favorables.

El Club de París no tiene estatutos, pero sí reglas y procedimientos. Hay abundante información sobre los mismos⁵. Aquí se ofrecen unas reflexiones puntuales sobre las principales reglas bajo las que opera el Club de París. Conviene distinguir entre principios generales y términos de la renegociación. Los primeros son las reglas bajo las que actúa el Club de París. El objetivo es facilitar la viabilidad financiera del país deudor por medio de la renegociación de su deuda externa. Esta se hace de acuerdo a unos principios y normas que provienen de la experiencia acumulada en su larga trayectoria, y que no están exentos de cierta flexibilidad.

En cuanto a los «términos» —las condiciones pactadas entre el deudor y el Club de París, esto es, el clausulado del acta multilateral de la renegociación—, se enmarcan dentro de unas referencias de acuerdo con el nivel de renta y de endeudamiento del país deudor. Aquí también se aplica el caso a caso respetando estos esquemas-marco. Por lo tanto, cada negociación es diferente y el Club de París no se limita a aplicar una fórmula estándar, aunque opera en un contexto reglado.

En general, en toda renegociación de deuda hay como mínimo un aplazamiento del pago, bien del servicio de la deuda en un período determinado, bien de la totalidad del capital prestado y pendiente de vencimiento. Aplazamiento o diferimiento que puede consistir en una mera moratoria o bien en un nuevo calendario de pago, instrumentado jurídicamente en una modificación del contrato de crédito original o en la sustitución (canje o refinanciación) por otro nuevo por las cantidades aplazadas. Incluso, como se ha señalado, puede llegarse a una cancelación (condonación o quita) de parte del servicio de la deuda (amortización de vencimientos de principal e intereses) o de su nominal. En ambos casos, el resultado puede conducir a una pérdida en términos de valor actual neto para el prestamista, lo que implicaría una transferencia financiera neta favorable al deudor, o a un simple alivio financiero temporal, sin pérdida para los acreedores. Todo depende, naturalmente, del plazo negociado y del tipo de interés. En cualquier caso, el Club de París no negocia financiación adicional, como sí ocurre en ocasiones con el Club de Londres, asociación o sindicato de los acreedores bancarios⁶.

El Club de París se limita a reestructurar la deuda existente. La reducción del importe de los pagos previstos originalmente puede conseguirse con o sin modificación del principal de la deuda. Dado que en la renegociación los nuevos tipos de interés suelen ser inferiores a los que el mercado exigiría al país deudor, los acuerdos del Club de París, con calendarios de pago dilatados, tienden a ser, en principio, muy favorables al país deudor. No obstante, a diferencia también de muchas renegociaciones bancarias, el tipo de interés suele ser fijo, lo que puede llevar a que se sitúe por encima del de mercado a los pocos años o incluso meses de la firma del acuerdo. Por otra parte, no todas las deudas son igualmente

⁵ El lector interesado en los detalles puede consultar el sitio web oficial del Club de París; en segundo lugar, la bibliografía adjunta, específicamente Rieffel (1985), Sevigny (1990) y Pérez de Eulate (2000).

⁶ Su primera reunión se celebró en 1976 para tratar los problemas de pago de Zaire (actual República Democrática del Congo).

susceptibles de entrar en la renegociación. Existe una escala preferencial u orden de prelación (*seniority*). A estos efectos, el Club de París establece en cada primera negociación una fecha de corte o fecha que determina que los créditos posteriores tienen preferencia de cobro, lo que no impide, de hecho, que en muchos acuerdos se hayan incluido en la negociación, bien en su totalidad, bien parcialmente o, en todo caso, en el montante de las cantidades impagadas, si las hubiera. Igualmente, se suele excluir el corto plazo —créditos con plazo de vencimiento hasta un año—, aunque aquí también hay numerosas excepciones.

Esta es una breve síntesis de las condiciones de la renegociación del Club de París, en realidad de toda renegociación de deuda externa, que se analizan con algo más de detalle en el siguiente epígrafe. Estas condiciones han evolucionado considerablemente a lo largo del tiempo, por las circunstancias cambiantes y en mucha mayor medida que los principios que siguen constituyendo el fundamento del Club de París. Estos principios básicos son los cinco siguientes.

En primer lugar, el enfoque caso a caso. En efecto, en materia de endeudamiento, el pragmatismo es esencial, ya que no hay dos casos iguales, por muy parecidas que sean las circunstancias. La flexibilidad no es equivalente a discrecionalidad si se aplica bajo el criterio del rigor y en el marco de unas normas. Desde 1956, las circunstancias internacionales han variado enormemente y el Club de París, es decir, sus miembros, ha sabido adaptarse, manteniendo un equilibrio entre la exigencia de prudencia que deben como acreedores públicos a sus contribuyentes y, por otro lado, el reconocimiento de la realidad financiera del país deudor. El enfoque caso a caso ha permitido hacer evolucionar los criterios de renegociación, los llamados «menús» o «términos» del Club de París. También ha permitido modular su aplicación en cada caso particular, en el marco de un contexto reglado y, por lo tanto, no discrecional, disminuyendo así el «riesgo moral» que hubiera socavado su actuación futura.

Se ha acusado a veces al Club de París de politización, y es cierto que en casos muy concretos un elemento de oportunidad política ha estado presente en las negociaciones (Polonia y Egipto en 1991, Iraq en 2004), pero de ninguna forma la independencia del Club de París se ha visto seriamente comprometida.

El segundo pilar del Club de París es el consenso. A diferencia del Club de Londres, que renegocia en calidad de delegación o representación (*steering committee*) de los bancos afectados, en el Club de París se sientan todos los países acreedores. Los acuerdos del Club de París son recomendaciones formales, vinculantes moralmente pero no legalmente, de tal modo que el acuerdo multilateral no tiene valor jurídico hasta que cada país acreedor lo ratifica a través de un acuerdo bilateral con el deudor. No obstante, este procedimiento permite una gran rapidez en la toma de decisiones y en el desenlace de las negociaciones.

El consenso —técnicamente, más que unanimidad— implica el realineamiento del resto de los acreedores con aquel que mantiene la posición más restrictiva. Este tiene derecho a mantener su posición, lo que suele desembocar generalmente en una negociación, lográndose siempre un acuerdo, un consenso. En la intrahistoria del Club de París se recuerdan pocos casos de *impasse*, y todos ellos se solucionaron de manera satisfactoria para las partes implicadas.

El tercer principio es la condicionalidad. Dado que un acuerdo del Club de París implica como mínimo una consolidación, es lógico que los acreedores exijan del país deudor un programa de saneamiento financiero que dé confianza con respecto a la capacidad del deudor para hacer frente a sus nuevos compromisos de pagos. La viabilidad financiera del

país deudor en situaciones de crisis se apoya, de hecho, en dos pilares: las líneas de crédito del FMI, sujetas a condicionalidad, y la renegociación de la deuda externa, en la que el Club de París juega normalmente un papel fundamental. En definitiva, se precisan unas proyecciones de las necesidades financieras y un programa de ajuste fiscal que solo el FMI puede diseñar y vigilar con cierta independencia.

Por ello, el Club de París solo negocia bajo un «programa de confirmación» del FMI con el país deudor, ya que es el único medio de tener ciertas garantías de que las condiciones plasmadas en la renegociación tendrán una probabilidad razonable de ser cumplidas⁷. El acuerdo previo entre el deudor y el FMI es la regla, con solo dos salvedades que afectan a muy contadas excepciones. En primer lugar, los acuerdos de moratoria de pago concedidos unilateralmente por el Club de París para aliviar las consecuencias de desastres naturales sufridos por algunos países. Es el caso de los acuerdos con Sri Lanka e Indonesia, afectados por el *tsunami* de finales de 2004. La segunda excepción se refiere a los acuerdos de pago limitados al cobro de atrasos, como el de Angola en 2007.

La solidaridad entre acreedores es el cuarto principio consagrado en la actuación del Club de París. Aunque es más difícil de definir, básicamente implica el compromiso de cada acreedor de no emprender acciones unilaterales que perjudiquen al resto de acreedores. Esto se aplica de manera específica al compromiso de no entablar negociaciones bilaterales con el país deudor y de no abrir la cobertura del seguro de crédito de exportación si así se ha decidido de manera expresa con el conjunto de acreedores. La solidaridad tiene también otras manifestaciones, como son las derivadas de la transparencia entre acreedores, por ejemplo, el deber de información sobre los tipos de interés aplicados en la renegociación (el tipo de interés, al depender de la moneda de denominación del crédito, se negocia bilateralmente), las operaciones de conversión de deuda efectuadas, etc.

El quinto y último principio es la comparabilidad de trato, que resulta de la lógica pretensión de repartir equitativamente los esfuerzos financieros de los distintos acreedores con respecto al endeudamiento global del país deudor. Dadas las diferentes características tanto de los acreedores como de sus deudas, su aplicación nunca ha sido sencilla. En un principio, se limitó a otros acreedores soberanos no miembros del Club de París cuyos créditos, por lo tanto, eran de naturaleza similar. Posteriormente se incluyeron los créditos bancarios, dada la relevancia del endeudamiento bancario en algunos países. Más adelante, a partir del acuerdo con Pakistán de 1999, se hizo mención explícita a los bonos emitidos por el país deudor, exigiéndose la renegociación de estas emisiones. Esto siempre ha planteado serias dificultades, ya que son categorías de deuda muy distintas y la estricta observancia de la comparabilidad puede ser, en muchos casos, perjudicial para la recuperación y salida de la crisis del país deudor. En todo caso, el Club de París siempre ha aplicado este principio con suficiente flexibilidad.

La evolución de los términos del Club de París. Crisis de liquidez y de solvencia

El Club de París nació como una asociación de países acreedores cuya finalidad consistía en renegociar y maximizar el cobro de las deudas de sus miembros. En la actualidad, y desde hace años, esta definición restrictiva no es tan exacta. El Club de París es algo más que un sindicato de acreedores. El foco de actuación se ha ampliado de alguna manera desde el mero recobro de deudas a una preocupación más general en cuanto a la sostenibilidad financiera del país deudor. Ello implica grados de concesionalidad crecientes,

⁷ La única excepción es Cuba, que no es miembro del FMI, con la que se firmaron acuerdos en 1983, 1984, 1985 y 1986, que fueron sistemáticamente incumplidos. En 2001, tuvo lugar un nuevo intento de negociación, que terminó sin acuerdo.

	1956	1988	1990	1991	1994	1996	1999	2003
	Clásicos	Toronto	Houston	Londres	Nápoles	Lyon	Colonia	Evian
Países elegibles (renta)	Todos	Media-baja	Media-alta	Baja	Baja	HIPC (a)	HIPC (a)	No HIPC
Período de reembolso (años):								
Créditos comerciales	10	14	15	23	23	23	23	Caso a caso
Créditos concesionales	10	25	20	30	40	40	40	Caso a caso
Cancelación	0%	33%	0%	50%	67%	80%	90%	Caso a caso

FUENTE: Club de París.

a HIPC: Países pobres altamente endeudados.

tanto en plazo como en el valor actual neto de las deudas recuperadas. Consideraciones como la viabilidad externa a medio plazo y la estabilidad financiera cobran un peso determinante en las negociaciones más recientes. En el caso de países pobres y muy endeudados (HIPC), las condonaciones alcanzan porcentajes abrumadores, sin contrapartida. No puede mantenerse, por lo tanto, que el objetivo estricto del Club de París sea el simple cobro de deudas. Su papel va más allá de la relación bilateral financiera con el país deudor y se enmarca en una estrategia de cooperación con la comunidad financiera internacional.

El examen de los acuerdos del Club de París es el examen de los «términos» aplicados en sus renegociaciones, términos que han evolucionado adaptándose en el tiempo más allá de la flexibilidad en su aplicación caso a caso. Sin entrar en la descripción pormenorizada de los diversos menús o términos del Club de París⁸, el objetivo aquí es resaltar algunas ideas relativas a la evolución de los mismos y, por lo tanto, del Club de París en la resolución de las crisis financieras. Es importante diferenciar entre los términos dirigidos a los países de renta baja —sin posibilidades alternativas de financiación y donde la deuda con otros soberanos y la ayuda al desarrollo tienen un papel dominante— y a los países de renta media, con cierta capacidad de financiación alternativa por parte del sector privado (véase cuadro 1).

Los «términos clásicos», como se denominaron posteriormente, se aplicaron hasta el año 1988 de forma general. Consistían en un reescalamiento de los vencimientos de un período relativamente corto —típicamente, un año— a tipos de mercado o simplemente a los tipos de interés originalmente pactados. Es decir, un enfoque pensado para hacer frente a una crisis de liquidez, asociada a *shocks* no anticipados en la balanza de pagos o a elevaciones temporales de los tipos de interés de la divisa en la que estaba denominada la deuda externa, generalmente el dólar. El plazo de pago de las cantidades consolidadas era de 10 años, y solo excepcionalmente se podía superar esta barrera. El período de gracia, en el cual el deudor solo paga intereses, era normalmente de 4 o 5 años. Si, finalizado el período de carencia, el país deudor volvía a encontrarse en serias dificultades de pago, se volvía a renegociar con el Club de París.

Mientras persistió la bonanza económica de los años de posguerra, hasta la crisis de México en 1982, los *defaults* fueron escasos. El endeudamiento externo provenía principalmente de instituciones oficiales nacionales e internacionales. El problema se agravó a partir de finales de los setenta y comienzos de los ochenta, como se ha analizado. Fue la época de la gran expansión del crédito sindicado concedido por bancos residentes en

8 En el sitio web oficial o en la bibliografía pueden encontrarse todos los detalles.

países desarrollados. Por otro lado, a partir de 1979 y bajo la presidencia de Paul Volcker, la Reserva Federal inició una decidida política monetaria restrictiva cuyo objetivo fue doblar la inflación. Las consecuencias en el ámbito internacional se reflejaron rápidamente en la crisis de 1982, desencadenada por la suspensión de pagos de México, un país de renta media. La crisis golpeó de manera particular a América Latina, pero no escaparon países de otras zonas geográficas. Puede decirse que fue una crisis global, la primera crisis global posterior a la Segunda Guerra Mundial. En esta época, la financiación pública bilateral, la que se renegocia en el Club de París, era relativamente importante, de ahí que la actividad del Club se incrementara notablemente a partir del año 1983, cuando se firmaron 17 acuerdos, entre ellos el primero de México.

En buena parte de los casos, el tratamiento tradicional del Club de París se reveló inadecuado, pues los problemas subyacentes eran de solvencia. Después de meses de negociaciones, en junio de 1988 se aprobó un nuevo esquema para los países más pobres, que recibiría el nombre de «términos Toronto». La novedad estribaba en la aceptación de que, en ciertos casos, era imprescindible un reconocimiento explícito de pérdidas, una quita. En consecuencia, se incorporó una condonación del 33 % de las cantidades renegociadas. El problema seguía siendo que estas cantidades todavía eran pequeñas, pues la negociación se limitaba como máximo a los vencimientos de tres años, el período que cubría el FMI a través de sus programas EFF (Extended Fund Facility) y PRGF (Poverty Reduction and Growth Facility). La medida resultó insuficiente, pues no impedía la repetición de *defaults* y las sucesivas renegociaciones (*serial rescheduling*), sobre todo con los países más débiles, más pobres y con menos posibilidades de financiación alternativa.

Esta misma cuestión se planteaba en el Club de Londres con relación a la crisis latinoamericana. La evolución fue parecida e incluso más radical, ya que las quitas beneficiaban a países de renta media. En efecto, después del Plan Baker, con un enfoque tradicional que resultó insuficiente, en 1989 se aprobó el Plan Brady y, por primera vez, los bancos internacionales aceptaron quitas sustanciales, en promedio del 35 %, pero en algunos casos superiores, a cambio de garantías de cobro. El Plan Brady fue un éxito, pero en el camino se perdió casi una década. Esto da idea de la dificultad de asumir realidades evidentes cuando estas son muy dolorosas.

El Club de París reaccionó de manera similar en el ámbito soberano, pero con la particularidad de que la mayoría de sus deudores eran países pobres o de renta media con escaso endeudamiento privado, con limitada capacidad de financiación doméstica y sin acceso al mercado externo, excluidos los préstamos de ayuda al desarrollo.

En este nuevo escenario, el Club de París aprobó en 1990 nuevas condiciones dirigidas específicamente al grupo de países de renta media, los «términos Houston». Estos términos permitían una consolidación a lo largo de 15 años frente a los 10 usuales hasta entonces. Se aplicaron por primera vez con Marruecos en septiembre de 1990. Se ampliaba también el período de carencia hasta 8 años, lo que aliviaba el servicio de la deuda en el corto y medio plazo, con el objetivo de que el deudor tuviese tiempo suficiente para emprender una recuperación sostenida. Pero la filosofía no había variado, se negociaban vencimientos de un período determinado, sin condonación y a tipos cercanos a los del mercado. Se trataba, una vez más, de dar respuesta a una crisis de liquidez en países de renta media, lo que variaba era el plazo y el período de carencia.

En el caso de países de renta más baja, pronto se vio que los términos Toronto proporcionaban un alivio insuficiente, y fruto de esta reflexión nacieron en diciembre de 1991 los

«términos Trinidad» (también denominados «términos Londres»). La condonación se llevaba al 50 %, pero siempre sobre los vencimientos de un período determinado, no del principal pendiente, y solo en limitadas ocasiones de los atrasos. La fatiga negociadora aumentaba tanto en los países acreedores como en los países deudores. La sostenibilidad de la deuda externa de los países más pobres (IDA-only en la clasificación del Banco Mundial) seguía siendo una quimera, y la «renegociación seriada», un proceso excesivamente complejo. La solución definitiva, que no podía ser otra que una reducción sustancial del nominal de la deuda, vendría de la cumbre del G 7 en Nápoles en junio de 1994. El Club de París aprobó las nuevas condiciones en enero de 1995 para países pobres, que se conocen desde entonces como «términos Nápoles». La gran novedad consistió en que, por primera vez, de manera sistemática, el Club de París aceptaba condonaciones de principal —esto es, del nominal de la deuda y no solamente de vencimientos futuros— hasta el 67 %, consolidando el resto en 23 años.

Esta solución, que seguía el precedente del Plan Brady, parecía la definitiva para los países más pobres. El elevado nivel de condonación reflejaba claramente la aceptación de que la mayor parte de la deuda era incobrable. Los acreedores del Club de París aceptaban una fuerte transferencia de renta, no un mero reescalonamiento con condonaciones parciales muy limitadas. Estas condiciones tenían una ventaja, la de afectar poco a la banca internacional, ya que su exposición en estos países es muy limitada. Los países deudores tampoco tenían acceso al mercado de capitales internacional; por lo tanto, era un esquema con un coste centrado en los presupuestos de los países acreedores sin peligro de contagio a los balances bancarios o a las posiciones de los inversores privados, particulares o institucionales.

A pesar de estos avances, la crisis de la deuda de estos países se convirtió en un problema político. La solución requería una acción más radical. En septiembre de 1996, el FMI y el Banco Mundial aprobaron la denominada «Iniciativa para países pobres altamente endeudados» (HIPC, por sus siglas en inglés), instando al Club de París a su aplicación inmediata. En noviembre de ese año, el Club de París aprobaba los «términos Lyon», con una condonación objetivo del 80 %, en principio para 41 países, aunque tuvieron una vida corta. En septiembre de 1999 se modificaron, dando lugar a los «términos Colonia», en el marco de una reevaluación de la Iniciativa. Se elevaba la cancelación inmediata al 90 % del servicio de la deuda del período renegociado, y la cancelación definitiva —una vez el país deudor cumpliera con una serie de reformas y alcanzarse el denominado Punto de Culminación—, a la totalidad de la deuda externa que excediese el 150 % del valor actual neto sobre sus exportaciones. Por su parte, el FMI, el Banco Mundial y los Bancos Multilaterales de Desarrollo se comprometían a un esfuerzo comparable. La cláusula de comparabilidad de trato aseguraba la participación del resto de acreedores. Uganda, en septiembre de 2000, fue el primer país beneficiario.

Un total de 36 países han resultado elegibles en la Iniciativa HIPC y, hasta el 31 de diciembre de 2011, 32 han obtenido una condonación definitiva sobre el principal de su deuda. No obstante, después de 12 años, su implementación ha sido más bien lenta debido a problemas internos —en algunos casos guerras civiles— e incumplimientos del programa del FMI. El último paso en la cancelación de la deuda de estos países ha sido la Iniciativa de alivio multilateral de deuda (MDRI) de 2005, por la cual los países del G 7, y aquellos adheridos voluntariamente, como España, además de las instituciones financieras multilaterales, se comprometen a la cancelación del 100 % de su deuda.

Con respecto a los países de renta media, aunque los problemas de sostenibilidad son menos comunes, hay casos graves, con problemas de sobreendeudamiento que comprometen la

solvencia. Estas situaciones requieren afrontar pérdidas, aceptando quitas de principal. Fruto de esta reflexión, en octubre de 2003 el Club de París aprobó los «términos Evian». Los mismos posibilitan tanto cancelaciones del servicio como del principal en países de renta media sin más limitación que el acuerdo de los acreedores. Previamente, el deudor debe firmar con el FMI una línea de crédito y un programa de ajuste con una proyección a largo plazo de sus necesidades de financiación. Si la deuda se considera insostenible, el resultado suele ser una quita de principal de magnitud variable. Si la deuda se considera sostenible, normalmente se procede a una reestructuración con un nuevo calendario de pago. Los acuerdos con Iraq en 2004, Nigeria en 2005 o Seychelles en 2010 son ejemplos alcanzados bajo estas nuevas condiciones.

Conclusión: los logros del Club de París

En su larga historia, el Club de París ha aportado algo muy importante en el ámbito de la arquitectura financiera internacional: un foro de negociación entre Estados, por acuerdo voluntario de las partes, de la deuda externa de países en dificultades de pagos, evitando consecuencias traumáticas y recesiones más profundas, reduciendo el impacto en países vecinos y promoviendo una salida ordenada a la crisis. El Club de París es la institución internacional con más experiencia en este tipo de problemas y ha desarrollado una metodología eficaz y rápida que se ha puesto a prueba en múltiples ocasiones. Por otro lado, el Club de París ha tenido también un papel relevante en la solución del sobreendeudamiento estructural de los países más pobres.

En efecto, el Club de París tuvo un papel decisivo en la resolución de la crisis de la deuda de los años ochenta y noventa, así como en la solución, en la década siguiente, del endeudamiento de los países más pobres, en su mayoría del África subsahariana.

Durante la crisis de la deuda de los años ochenta y noventa se renegó, con la mayoría de los principales países de renta media (México, Argentina, Brasil, Rusia, Polonia, Indonesia, etc.), haciéndose frente a negociaciones muy complejas en un plazo mínimo de tiempo. Se logró devolver la viabilidad externa a estos países en un período muy breve, a través de unos acuerdos de reestructuración adaptados a cada caso, sentando las bases de una rápida recuperación. La aportación del sector privado también fue relevante, junto con las líneas de apoyo de las instituciones internacionales, especialmente el FMI. Por lo tanto, la resolución de la crisis fue consecuencia de la participación del sector público y del privado, aunque el Club de París generalmente fue el catalizador, el primero en abordar el problema de la deuda. Se evitó un desencuentro o interpretación competitiva del esfuerzo de cada grupo de acreedores.

Los países de renta media, países emergentes, disfrutan hoy de unos fundamentos relativamente sólidos, de unas buenas perspectivas de crecimiento y de unas políticas macroeconómicas que han aprendido de los errores del pasado. La situación actual tiene sus raíces en la memoria de las crisis de los años ochenta y noventa, en cuya resolución el papel del Club de París fue crucial y no debe ser olvidado.

En cuanto a los países más pobres y endeudados, aunque con cierto retraso, también el Club de París ha jugado un papel trascendental. La mayoría de la deuda de estos países es oficial, multilateral y bilateral. Aquí, la coordinación entre el Club de París y otras instituciones financieras internacionales ha sido determinante. La iniciativa HIPC fue un proyecto conjunto. El Club de París aportó el rigor en el procedimiento y en su aplicación. Como consecuencia de las cancelaciones masivas otorgadas, en el marco de programas establecidos por el FMI, el tema del endeudamiento ha dejado, en general, de ser un problema prioritario y ha pasado a un segundo plano del debate político. El problema, hoy día, es el

del desarrollo, cómo movilizar los recursos físicos y humanos y cómo mejorar sus instituciones de gobierno.

El Club de París sigue siendo una *non institution* viva, operativa, con una experiencia única en el tratamiento de situaciones de crisis de deuda. En la grave coyuntura internacional actual, no se puede descartar que algún día vuelva al primer plano. La historia nos enseña que las suspensiones de pagos de Estados no solo son posibles, sino relativamente frecuentes, más frecuentes de lo deseado. La solución adecuada de las mismas es una contribución fundamental, que suele pasar desapercibida, pero que es valorada en su justa medida por las sociedades que las han sufrido.

10.4.2012.

BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, F., y D. GALE, (2007). *Understanding Financial Crises*, Clarendon Lectures in Finance, Oxford University Press, Oxford.
- CASSIDY, J. (2009). *How Markets Fail, the logic of economic calamities*, Allen Lane, Londres.
- EBEMROTH, T., M. J. KEMMER y MAIMA PETER C., (1995). «Restructuring of the Sovereign Debt: A new Role for the París Club», *Journal of International Law*, vol. 10, n.º 7, julio.
- HARDY, C. (1982). *Restructuring Developing Country Debt, 1956-1981: Lessons and Recommendations overseas*, monograph n.º 15, Development Council, Washington DC.
- HOLMGREM, C. (1998). *La Renégociation Multilatérale des Dettes: Le Club De París au regard du droit International*, Établissement Émile Bruylant, Bruselas.
- KINDLEBERGER, C. (1978). *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crises*, Nueva York. Basic Books.
- LAWSON, D. (2004). *Le Club de París: Sortir de l'enfer de la dette*, L'Harmattan, París.
- PÉREZ DE EULATE, C. (2000). *La arquitectura financiera internacional y el Club de París*, ICE 783, Madrid.
- RIEFFEL, A. (1985). *The role of the París Club in managing debt problems*. Princeton. Princeton University Press.
- ROGOFF, K., y C. REINHART, (2009). *This time is different: eight countries of financial folly*, Princeton University Press, Princeton.
- SEVIGNY, D. (1990). *Le Club de París: Vu de l'intérieur*. L'Institut Nord-Sud./The North-South Institute, Ottawa.
- VILANOVA, J. C. y M. MARTIN, (2001). *The París Club*, Debt Relief International Ltd., Londres.

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

Introducción

Durante el primer trimestre de 2012 se han publicado numerosas disposiciones de carácter financiero.

En relación con la política monetaria, el Banco de España ha introducido varios cambios, con carácter temporal, en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en estas operaciones.

En el ámbito de las entidades de crédito, se han publicado varias disposiciones destinadas a establecer una serie de medidas: 1) para el saneamiento de los balances afectados por el deterioro de sus activos vinculados al sector inmobiliario; 2) para modificar las normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, y en especial recoger los requerimientos de provisiones por financiaciones relacionadas con el sector inmobiliario; 3) para revisar las normas relativas a la comunicación al Banco de España de las operaciones entre residentes y no residentes, conforme a los últimos avances legislativos, y 4) para dar una nueva redacción a ciertas disposiciones financieras en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión.

En el área comunitaria, se han modificado, por un lado, el régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera del Sistema Europeo de Bancos Centrales y, por otro, las exigencias de información en materia de estadísticas exteriores.

En el campo del mercado de valores, se han publicado, como es habitual en este período, las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2012 y enero de 2013.

Finalmente, el Gobierno ha publicado varios reales decretos leyes: la reforma del mercado laboral; ciertas medidas de protección de deudores hipotecarios sin recursos; determinadas disposiciones tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público; un mecanismo extraordinario de financiación para el pago a los proveedores de las Entidades Locales y, en su caso, de las Comunidades Autónomas, y la adaptación a la normativa europea en relación con las obligaciones de información y de documentación de las fusiones y de las escisiones de las sociedades de capital.

Banco de España: cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria

Se ha publicado la *Resolución de 15 de febrero de 2012, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España* (BOE del 17), sobre cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Banco de España.

Conforme a los acuerdos del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) de 9 de febrero¹, el Banco de España ha ampliado temporalmente los criterios de admisibilidad de activos de garantía establecidos en las «Cláusulas generales aplicables a las operaciones

¹ Adoptados de acuerdo con la Decisión del BCE de 14 de diciembre de 2011, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación de Eurosistema y la admisibilidad de activos de garantía.

de política monetaria», aprobadas por la Resolución de la Comisión Ejecutiva del Banco de España de 11 de diciembre de 1998.

De este modo, se admitirán como activos de garantía de las operaciones de política monetaria los préstamos al corriente de pago a empresas no financieras y a organismos del sector público, que no sean hipotecarios, denominados en euros o en otras de las principales divisas, cuyo riesgo de crédito estimado, según la valoración realizada por el Banco de España a partir de fuentes fiables, tenga una probabilidad de impago igual o inferior al 0,4 % en un horizonte temporal de un año.

En un momento posterior, podrán también ser admitidos los préstamos anteriores que cumplan las siguientes condiciones: 1) que el riesgo de crédito estimado tenga una probabilidad de impago igual o inferior al 1 % en un horizonte temporal de un año, según la valoración realizada por el Banco de España a partir de fuentes fiables, y/o 2) que no estén sujetos a ley española (en este último caso, siempre con sujeción al correspondiente análisis legal). En su caso, la decisión de admitir estos préstamos se hará pública en el sitio web del Banco de España.

La Resolución entró en vigor el 17 de febrero.

Saneamiento del sector financiero

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero* (BOE del 4), de saneamiento del sector financiero. La norma pretende conseguir tres objetivos: 1) el saneamiento de los balances de las entidades de crédito, afectados negativamente por el deterioro de sus activos vinculados al sector inmobiliario; 2) la creación de incentivos que propicien un ajuste adecuado y eficiente del exceso de capacidad, y 3) el fortalecimiento de la gobernanza de las entidades resultantes de los procesos de integración. De esta forma, se pretende restaurar la confianza en el sistema financiero español y facilitar una recuperación del crédito.

A continuación se hace un resumen sucinto de las normas más relevantes del Real Decreto Ley.

MEDIDAS PARA EL SANEAMIENTO DE LOS BALANCES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Respecto a la actividad en España de las entidades de crédito, se establecen nuevas provisiones y mayores exigencias de recursos propios para cubrir el deterioro de las financiaciones y de los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias (en adelante, activos especiales) existentes a final del año 2011. Se trata de un saneamiento específico y extraordinario de una cartera concreta de activos y, por tanto, no afecta a los nuevos créditos para promoción inmobiliaria que se concedan con posterioridad al 31 de diciembre de 2011, excepto si son refinanciaciones de préstamos preexistentes.

Nuevas provisiones

Para los activos especiales clasificados como riesgo normal, se constituirá, por una sola vez, una cobertura genérica del 7 % de su saldo vivo a 31 de diciembre de 2011. El importe de dicha cobertura podrá ser utilizado por las entidades, exclusivamente, para la constitución de las coberturas específicas que resulten necesarias como consecuencia de la reclasificación posterior como activos dudosos o subestándar de cualesquiera de dichas financiaciones o de la adjudicación o recepción de activos en pago de dichas deudas.

Para determinar el deterioro de los activos especiales que sean clasificados como riesgo distinto del normal, les serán de aplicación las reglas de estimación contenidas en el anejo I del Real Decreto Ley.

La norma establece unos requerimientos de cobertura para todas las financiaciones y activos adjudicados con clasificación distinta de riesgo normal, existentes a 31 de diciembre de 2011, que en ningún caso podrán ser inferiores a los siguientes porcentajes:

	Clasificados como activo	
	Dudoso	Subestándar
Suelo para promoción inmobiliaria	60 %	60 %
Construcción y promoción inmobiliaria:		
En curso con obra parada	50 %	50 %
En curso con obra en marcha	50 %	24 %
Terminada todo tipo de activos	25 %	20 %

Las operaciones de financiaciones a construcción y promoción inmobiliaria clasificadas como subestándar que no cuenten con garantía real tendrán una cobertura mínima del 24 %.

El Real Decreto Ley incrementa la cobertura de los activos inmobiliarios adquiridos en pago de deudas consistentes en construcciones o promociones inmobiliarias terminadas, así como viviendas procedentes de financiaciones a los hogares que no hayan sido residencia habitual de los prestatarios, existentes a 31 de diciembre de 2011, con un mínimo del 25 % del riesgo vivo o, sobre la base del tiempo transcurrido hasta esa fecha, con los siguientes porcentajes:

Plazo desde la adquisición	Porcentaje
Más de 12 meses, sin exceder de 24	30
Más de 24 meses, sin exceder de 36	40
Más de 36 meses	50

A su vez, el Real Decreto Ley establece una cobertura mínima, con independencia de la antigüedad en el balance, del 60 % para el suelo para promoción inmobiliaria, y del 50 % para construcciones o promociones inmobiliarias en curso.

Exigencias adicionales
de recursos propios

Según la normativa anterior (Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero), las entidades de crédito debían contar, con carácter general, con un capital principal² de, al menos, el 8 %³ de sus exposiciones totales ponderadas por riesgo⁴. Ahora, además, deberán contar con un exceso adicional por

2 El capital principal, en línea con el denominado *common equity tier 1* previsto en Basilea III con ciertas diferencias, está integrado, fundamentalmente, por los siguientes elementos: 1) el capital social, excluidas las acciones rescatables, sin voto y la autocartera; 2) las primas de emisión desembolsadas; 3) las reservas efectivas y expresas, así como los elementos que se clasifican como reservas de acuerdo con la normativa sobre recursos propios de las entidades de crédito y los resultados positivos del ejercicio; 4) las participaciones representativas de los intereses minoritarios que correspondan a acciones ordinarias de las sociedades del grupo consolidable; 5) los instrumentos computables suscritos por el FROB en el marco de su normativa reguladora, y 6) transitoriamente también se podrán integrar los instrumentos obligatoriamente convertibles en acciones antes del 31 de diciembre de 2014 y que cumplan ciertos requisitos que garanticen una alta capacidad de absorción de pérdidas, y no podrán representar más del 25 % del capital principal. Del resultado de la suma anterior se deducirán los resultados negativos de ejercicios anteriores, las pérdidas del ejercicio corriente, y los activos inmateriales, entre otros.

3 Este requerimiento es del 10 % para aquellas entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital a terceros por, al menos, un 20 % del mismo y que, además, presenten un coeficiente de financiación mayorista superior al 20 %.

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

el importe que resulte de los cálculos previstos en el anejo II del Real Decreto Ley 2/2012 en relación con los activos especiales. En concreto, dicho exceso deberá ser equivalente a la suma de los importes que resulten de los cálculos que se detallan a continuación:

- 1 La financiación de suelo (clasificada como dudosa o subestándar): 80 % sobre el importe del riesgo vivo.
- 2 La financiación de promociones en curso (clasificada como dudosa o subestándar): 65 % sobre el importe del riesgo vivo.
- 3 Activos recibidos en pago de deudas: 80 % sobre el valor contable si se trata de suelo, y 65 % sobre el valor contable si se trata de promociones en curso.

En todos los casos, de los importes resultantes se deducirán las provisiones ya constituidas por dichos activos.

Estos requisitos de provisiones y de capital deberán cumplirse antes del 31 de diciembre de 2012, salvo para aquellas entidades que lleven a cabo procesos de integración, como se comenta más adelante. Asimismo, antes del 31 de marzo presentarán al Banco de España un plan en el que detallarán las medidas que tienen previsto adoptar para dicho cumplimiento.

PROCESOS DE INTEGRACIÓN

Las entidades de crédito que lleven a cabo procesos de integración durante el ejercicio 2012 dispondrán de 12 meses desde la autorización de la operación de integración para dar cumplimiento a los requerimientos previstos anteriormente. También podrán acogerse a este régimen aquellos procesos de integración iniciados a partir del 1 de septiembre de 2011. En ambos casos, deberán cumplir ciertos requisitos; entre ellos, los siguientes:

- 1 La integración de las entidades participantes en la operación deberá generar un balance total inicial superior en, al menos, un 20 % al balance total de los negocios en España de la mayor de las entidades participantes. A propuesta del Banco de España, se podrá exceptuar este requisito, aun cuando no se alcance esa cifra, atendiendo a las circunstancias concurrentes en operaciones de análoga dimensión, sin que, en ningún caso, el incremento pueda ser inferior al 10 % del citado balance.
- 2 El proceso de integración deberá llevarse a cabo a través de operaciones que supongan modificaciones estructurales conforme a la normativa vigente, o de operaciones de adquisición de entidades que se encuentren participadas mayoritariamente por el FROB. Este régimen no será de aplicación a procesos de integración que descansen exclusivamente sobre vínculos contractuales, salvo en aquellos procesos en los que solo participen cooperativas de crédito.
- 3 Las entidades participantes adoptarán medidas tendentes a la mejora de su gobierno corporativo y deberán presentar un plan de remuneración de directivos y administradores⁵.

⁵ Con carácter general, se adaptarán a lo dispuesto en el Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas, y en particular deberán cumplir con lo dispuesto en el artículo 13 del Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamientos de los recursos propios de las entidades de crédito.

- 4 El proyecto de integración incluirá un objetivo cuantificado de incremento de crédito a las familias y pequeñas y medianas empresas durante los tres ejercicios siguientes a la integración, así como un plan de desinversión de activos relacionados con riesgos inmobiliarios durante los tres ejercicios siguientes a la integración.

Las juntas de accionistas o asambleas generales de las entidades que se integran deberán votar favorablemente el acuerdo de integración antes del 30 de septiembre de 2012. En todo caso, la integración deberá concluir antes del 1 de enero de 2013.

La solicitud deberá presentarse en el Tesoro no más tarde del 31 de mayo de 2012, no siendo exigible para las operaciones de adquisición de entidades que se encuentren participadas mayoritariamente por el FROB.

POLÍTICA DE REMUNERACIONES
EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO
QUE RECIBAN APOYO
FINANCIERO PÚBLICO
PARA SU SANEAMIENTO
O REESTRUCTURACIÓN

En cuanto a las entidades de crédito participadas mayoritariamente por el FROB, los administradores y los directivos no percibirán, durante el ejercicio 2012, retribución variable ni beneficios discrecionales de pensiones.

Por otra parte, la retribución variable correspondiente a los ejercicios en los que subsista el apoyo financiero público, de los administradores y directivos de entidades que, sin hallarse mayoritariamente participadas por el FROB, hayan recibido apoyo financiero del mismo, se diferirá tres años y estará condicionada a la obtención de los resultados que justifiquen su percepción, conforme al cumplimiento del plan elaborado en su día para la obtención del citado apoyo, circunstancia cuya concurrencia deberá ser apreciada por el Banco de España.

Las entidades que vayan a solicitar apoyo financiero del FROB para su saneamiento o reestructuración, como requisito necesario para disfrutar del mismo, deberán incorporar en los contratos que regulen su relación con sus consejeros y directivos el contenido mínimo que determine el ministro de Economía y Competitividad, y que contendrá, entre otras, las siguientes reglas:

- 1 Limitaciones de la retribución, según los diferentes supuestos que se citan a continuación:

Entidades participadas mayoritariamente por el FROB: la cuantía máxima de la retribución fija por todos los conceptos⁶ de los presidentes ejecutivos, los consejeros delegados y directivos asciende a 300.000 euros anuales. La cuantía máxima de la retribución total del resto de los miembros de los órganos colegiados de administración será de 50.000 euros anuales.

Entidades que, sin hallarse mayoritariamente participadas por el FROB, reciban apoyo financiero del mismo: las cuantías máximas respectivas para los grupos de cargos y conceptos indicados en el punto anterior serán de 600.000 y 100.000 euros anuales.

⁶ Incluirá las dietas que perciban por su pertenencia al Consejo de Administración u órganos dependientes del mismo.

A efectos del cómputo de dichos límites, se tendrán en cuenta todas las retribuciones percibidas dentro del grupo al que pertenezca la entidad de crédito.

Estas limitaciones se aplicarán también a las entidades que, a la fecha de entrada en vigor de la norma, ya se encontraban participadas o apoyadas por el FROB.

- 2 Limitaciones a la retribución variable, expresada en términos porcentuales sobre la retribución fija, con referencia a la aplicada a colectivos similares por la media de las entidades equiparables por tamaño y complejidad, con aplicación de las reglas establecidas para las entidades de crédito que, sin hallarse mayoritariamente participadas por el FROB, hayan recibido apoyo financiero del mismo comentadas más arriba:

Las limitaciones podrán levantarse una vez producido el saneamiento de la entidad mediante el pago, amortización, rescate o enajenación de los títulos suscritos por el FROB, o cuando, de cualquier otro modo, se entienda reintegrado al mismo el apoyo financiero prestado.

REFORMAS DEL FONDO
DE REESTRUCTURACIÓN
ORDENADA BANCARIA (FROB)

Se modifica el Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, para introducir ciertas reformas en el FROB.

Se reduce de cinco a tres años el plazo máximo de desinversión que tiene el FROB para los títulos representativos del capital adquiridos a las entidades emisoras mediante su enajenación a través de los procedimientos competitivos establecidos en la normativa anterior. Todo ello, en el ejercicio de sus funciones de reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito (artículo 9 del RDL 9/2009, de 26 de junio).

Se suprime la posibilidad que tenía el FROB de desinvertir, en el plazo de uno o dos años, los títulos representativos del capital adquiridos a las entidades emisoras a favor de terceros inversores propuestos por la entidad beneficiaria de su actuación.

Se amplían los instrumentos que puede adquirir el FROB en el marco de las medidas de apoyo a procesos de integración de entidades de crédito (artículo 10 del RDL 9/2009, de 26 de junio), para incluir los convertibles en acciones, frente a la situación anterior, en que quedaba circunscrito solo a las participaciones preferentes. En este sentido, se amplía para el resto de los títulos convertibles adquiridos por el FROB el requisito de acordar por parte de las entidades emisoras la supresión del derecho de suscripción preferente de los accionistas o cuotapartícipes existentes en el momento de la adopción del acuerdo de emisión, o la renuncia por todos ellos a ese derecho.

Se establece expresamente que los títulos emitidos y adquiridos por el FROB sean computables como recursos propios básicos y como capital principal, sin que para ello sea obligatorio que coticen en un mercado secundario organizado. A estos efectos, no les serán de aplicación las limitaciones que la Ley establece para la computabilidad de los recursos propios y del capital principal.

Finalmente, se incrementa en 6.000 millones de euros la dotación al FROB con cargo a los Presupuestos Generales del Estado.

Se introducen ciertas modificaciones en el Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, en relación con el régimen establecido para aquellas que realizan el ejercicio indirecto de la actividad financiera a través de una entidad bancaria.

Así, se simplifica su estructura organizativa, reduciendo los órganos de gobierno a la Asamblea General y al Consejo de Administración, siendo ahora potestativa la existencia de la Comisión de Control. Del mismo modo, el número de miembros de los órganos de gobierno, así como la periodicidad de sus sesiones, será determinado por los estatutos de la caja de ahorros atendiendo a la dimensión económica y a la actividad de la entidad.

Por otro lado, se establece un límite a la disposición de los excedentes que obtengan las cajas de ahorros, de modo que las cajas de ahorros no podrán destinar más del 10 % de sus excedentes de libre disposición a gastos diferentes de los propios de la obra social. No obstante, el Banco de España podrá autorizar porcentajes superiores si fueran necesarios para atender gastos esenciales de funcionamiento de las entidades. También se introducen disposiciones para simplificar el funcionamiento, periodicidad y forma de convocatoria de las Asambleas Generales.

Se les exime expresamente del cumplimiento de las obligaciones referidas a servicios de atención al cliente⁷, que, en todo caso, deberán ser cumplidas por la entidad bancaria a través de la cual ejerzan su actividad. Igualmente, el Banco de España podrá adaptar o eximir, de manera individualizada, del cumplimiento de los requerimientos organizativos en materia de control interno, auditoría y gestión de riesgos.

Se introduce un nuevo supuesto para que las cajas de ahorros pierdan su condición de entidades de crédito y se transformen en una fundación especial. Conforme al Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, modificado por el Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre, esa situación se producía cuando la caja de ahorros dejaba de ostentar el control en la entidad bancaria en los términos previstos en el artículo 42 del Código de Comercio⁸. Ahora, además, pierden tal condición cuando la caja reduzca su participación de modo que no alcance el 25 % de los derechos de voto de la entidad bancaria, aunque mantenga una posición de control.

Estos supuestos también son de aplicación a las cajas de ahorros que, de forma concertada, ejerzan en exclusiva su objeto como entidades de crédito a través de una entidad bancaria controlada conjuntamente por todas ellas, formando un sistema institucional de protección (SIP). De este modo, la pérdida de control o la reducción de la participación

7 Las cajas de ahorros, al igual que el resto de las entidades de crédito, están obligadas a atender y resolver las quejas y reclamaciones que los usuarios de servicios financieros puedan presentar, relacionados con sus intereses y derechos legalmente reconocidos. A estos efectos, las entidades deberán contar con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de atender y resolver las quejas y reclamaciones. Además, dichas entidades podrán, bien individualmente, bien agrupadas por ramas de actividad, proximidad geográfica, volumen de negocio o cualquier otro criterio, designar a un defensor del cliente.

8 Según el artículo 42 del Código de Comercio, se presumirá que existe control cuando una sociedad, que se calificará como dominante, se encuentre en relación con otra sociedad, que se calificará como dependiente, en alguna de las siguientes situaciones: 1) posea la mayoría de los derechos de voto; 2) tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración; 3) pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto, y 4) haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. En particular, se presumirá esta circunstancia cuando la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad dominada sean miembros del órgano de administración o altos directivos de la sociedad dominante o de otra dominada por esta.

conjunta por debajo del límite citado darán lugar a la pérdida de todas ellas de su condición de entidades de crédito y su transformación en fundaciones especiales.

Por último, se establecen determinadas especificidades para las fundaciones de carácter especial de ámbito estatal. En concreto, corresponderán al Estado la supervisión y el control de las fundaciones de carácter especial, cuyo ámbito de actuación principal exceda al de una comunidad autónoma, a través del protectorado que será ejercido por el Ministerio de Economía y Competitividad. Asimismo, gozarán de personalidad jurídica desde la inscripción de la escritura pública de su constitución en el correspondiente Registro especial que al efecto se constituya en el Ministerio de Economía y Competitividad.

OTRAS NOVEDADES

Se modifican ligeramente las características que deben reunir, para formar parte del capital principal, los instrumentos obligatoriamente convertibles en acciones ordinarias contemplados por la disposición transitoria tercera del RDL 2/2011. El cambio esencial es que se permite alargar, desde 2014 a 2018, el momento en que deben convertirse necesariamente en acciones ordinarias; además, se permite que su ratio de conversión no sea fija desde el principio siempre que esté predeterminado el nominal máximo que se debe entregar.

Finalmente, se facilita la gestión de las garantías financieras que otorgan las entidades financieras a favor del Banco de España, del BCE o de otros bancos centrales nacionales (BCN) de la Unión Europea, por lo que se modifica la disposición adicional sexta de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España. Así, para la constitución de las garantías bastará su constancia por escrito, o forma jurídicamente equivalente, o bien mediante la manifestación unilateral del garante. Por otro lado, para acreditar la aportación del activo objeto de la garantía, basta la constancia por escrito o de forma jurídicamente equivalente, sin necesidad de ser inscrita en el registro correspondiente por la entidad encargada del mismo. A estos efectos, el registro o anotación por medios electrónicos o mediante cualquier soporte duradero tendrá la consideración de forma jurídicamente equivalente a la constancia por escrito.

Llegado el caso, la ejecución de la garantía puede llevarse a cabo mediante cualquiera de los procedimientos reconocidos por el ordenamiento jurídico vigente, mientras que antes su ejecución se hacía a través del organismo rector correspondiente. En los demás supuestos, se continúa realizando mediante subasta organizada por el Banco de España.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 4 de febrero.

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

Se ha publicado la *CBE 2/2012, de 29 de febrero* (BOE del 6 de marzo) (corrección de errores, BOE del 14), por la que se modifica la CBE 4/2004, de 22 de diciembre⁹, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros. Su finalidad es adaptarla a los requerimientos establecidos en el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero¹⁰.

A tal efecto, se introduce una nueva sección V en el anejo IX de la CBE 4/2004, en la cual se reproducen, prácticamente, las nuevas exigencias de requerimientos de provisiones

⁹ Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 109-114.

¹⁰ Véase el epígrafe 2 de este artículo.

para financiaciones relacionadas con el sector inmobiliario (en adelante, activos especiales) introducidas por el citado Real Decreto Ley¹¹.

La única excepción es la contenida en el apartado 1 del anexo I del Real Decreto Ley, relativa a que los activos inmobiliarios adjudicados o recibidos en pago de deudas por las entidades de crédito y que cuenten con una antigüedad en balance superior a 36 meses deben tener un porcentaje de cobertura de, al menos, el 40 %. Dicha previsión se incorpora al tratamiento general recogido en la sección IV del citado anejo IX, para no limitarla a los activos de aquella naturaleza existentes a 31 de diciembre de 2011.

Se modifica, asimismo, la composición de las clases de riesgo en que deben clasificarse las operaciones incluidas en la categoría de riesgo normal para incluir dentro de la categoría de «riesgo medio-alto» a las financiaciones de los activos especiales, aun cuando cuenten con garantía real.

Finalmente, se actualizan los estados reservados vigentes, se añaden algunos nuevos y se introducen ciertos cambios en el registro contable especial de las operaciones hipotecarias para incluir la información derivada de las financiaciones de los activos especiales.

La Circular entró en vigor el 7 de marzo.

Se ha publicado la *CBE 1/2012, de 29 de febrero* (BOE del 6 de marzo), sobre normas para la comunicación de las transacciones económicas con el exterior, que sustituye a la CBE 15/1992, de 22 de julio, sobre normas para la comunicación al Banco de España de las operaciones entre residentes y no residentes, y a la CBE 1/1994, de 25 de febrero, sobre cuentas de no residentes abiertas en España, y operaciones con billetes y efectos. Su finalidad es adaptar las normas de comunicación al Banco de España de dichas operaciones por parte de las entidades registradas al nuevo régimen de declaración de las transacciones económicas con el exterior, establecido en el Real Decreto 1360/2011, de 7 de octubre, por el que se modifica el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior, y en la Orden EHA/2670/2011, de 7 de octubre, por la que se modifica la Orden de 27 de diciembre de 1991, de desarrollo del Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre.

Los proveedores de servicios de pago, inscritos en los registros oficiales del Banco de España (en adelante, entidades registradas)¹², quedan obligados a informarle con periodicidad mensual, dentro de los diez días hábiles siguientes al fin de cada mes, de las operaciones indicadas a continuación:

- 1 Los cobros y pagos transfronterizos, así como las transferencias al o del exterior, cifrados en euros o en moneda extranjera, realizados por cuenta de sus clientes, cuando dichos cobros y pagos tengan origen o destino en cuentas abiertas en un proveedor de servicios de pago en otros Estados miembros de la Unión Europea o en cualquier otro país. No se incluirán aquellas operaciones cuyos titulares fueran otros proveedores de servicios de pago.

¹¹ Concretamente, las financiaciones y activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias, correspondientes a la actividad en España de las entidades de crédito, tanto existentes a 31 de diciembre de 2011 como procedentes de la refinanciación de los mismos en una fecha posterior.

¹² Ahora se incluyen también las entidades de pago.

- 2 Los abonos y adeudos en cuentas de sus clientes no residentes. No se incluirán los movimientos de las cuentas cuyos titulares fueran otros proveedores de servicios de pago.
- 3 Los envíos y recepciones de billetes y moneda metálica en euros a/de sus corresponsales extranjeros.

En los dos primeros casos, la información que debe suministrarse contendrá: la identificación del cliente; el importe, la moneda y el país de origen o destino; la cuenta de adeudo y abono, así como otros datos disponibles, siempre que su recopilación no incida en el tratamiento directo automatizado de los pagos y pueda realizarse de forma automática. Quedan exentas las operaciones cuyo importe sea inferior a 50.000 euros, o al importe que en cada momento determine la legislación vigente, siempre que no constituyan pagos fraccionados¹³.

En el tercer caso, se proporcionarán los siguientes datos de las remesas de billetes y moneda: fecha de envío o recepción, fechas de adeudo o abono en cuenta, importes de los billetes y moneda metálica clasificados por su denominación, e identificación del corresponsal extranjero y de la aduana o puesto fronterizo a través de los que se efectúa la remesa.

La información deberá remitirse al Banco de España, por medios telemáticos, de conformidad con los formatos, condiciones y requisitos establecidos en las «aplicaciones técnicas» de esta Circular.

En cuanto a las cuentas abiertas en entidades de depósito en España, las entidades registradas deberán identificar al titular de la cuenta en euros o en divisas y harán constar su condición de residente en España o de no residente. No obstante, modificarán la calificación de las cuentas afectadas cuando tengan constancia de que se han producido cambios en la condición de residentes o de no residentes en España de los clientes titulares de las mismas. Desaparece la obligación de las entidades registradas de requerir al titular de la cuenta para que cada dos años confirme la continuidad de su condición de no residente.

Las entidades registradas que, con anterioridad a la entrada en vigor de la CBE 1/2012, prevista para el próximo 1 de junio, estuviesen obligadas a facilitar la información requerida en las CBE 15/1992, de 22 de julio, y 1/1994, de 25 de febrero, deberán seguir declarándola hasta la correspondiente al 31 de diciembre de 2013 (fecha en la que quedan derogadas), junto con las nuevas obligaciones establecidas en la CBE 1/2012.

**Facultades
de las Autoridades
Europeas de Supervisión:
modificación
de determinadas
normas financieras**

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 10/2012, de 23 de marzo* (BOE del 24), por el que se modifican determinadas normas financieras en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión¹⁴. Su finalidad es adaptar el esquema nacional de supervisión al nuevo marco europeo de supervisión, de forma que nuestro país actúe de manera coordinada con las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión, así como con el resto de Estados miembros.

¹³ En la normativa anterior no había exenciones, solo la obligación de declarar individualmente las operaciones en caso de que su importe fuera superior a 3.000 euros, o la posibilidad de hacerlo de forma refundida si eran inferiores a esa cantidad, y siempre que no constituyeran pagos fraccionados.

¹⁴ Con ello se procede a la transposición de la Directiva 2010/78/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea; Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, y Autoridad Europea de Valores y Mercados).

Las novedades más relevantes son las siguientes.

En general, se introduce la obligación de cooperación de las autoridades supervisoras españolas de las diferentes entidades financieras (Banco de España, CNMV y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones) con sus homólogas europeas (Autoridad Bancaria Europea, Autoridad Europea de Valores y Mercados, y Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, respectivamente), así como con la Junta Europea de Riesgo Sistémico. Además, facilitarán a dichas autoridades toda la información que necesiten para el desempeño de sus funciones, otorgadas por la normativa europea.

SISTEMA BANCARIO

En el ámbito de las entidades de crédito, se introducen en nuestra normativa ciertas facultades a la Autoridad Bancaria Europea y a la Junta de Riesgo Sistémico. Entre otras, cabe resaltar las siguientes:

- 1 En relación con la solicitud de autorización para el uso de calificaciones internas de crédito o métodos internos de medición del riesgo operacional presentadas por una entidad de crédito matriz de la Unión Europea y sus filiales o, conjuntamente, por las filiales de una sociedad financiera de cartera matriz, cuando el Banco de España deba resolver la solicitud, promoverá una decisión conjunta sobre la solicitud con las demás autoridades supervisoras encargadas de la supervisión de las distintas entidades integradas en el grupo. En ausencia de decisión conjunta, y si alguna de las autoridades competentes implicadas hubiera remitido el asunto a la Autoridad Bancaria Europea, el Banco de España aplazará su resolución y esperará la decisión que la Autoridad Bancaria Europea pueda adoptar. Posteriormente, resolverá con arreglo a la decisión de la Autoridad Bancaria Europea.
- 2 En caso de que el Banco de España suscriba acuerdos bilaterales para delegar su responsabilidad de supervisión de una entidad filial en las autoridades competentes que la hayan autorizado y estén supervisando a la empresa matriz, deberá informar de la existencia y del contenido de tales acuerdos a la Autoridad Bancaria Europea.
- 3 El Banco de España también deberá advertir, tan pronto como sea posible, a la Autoridad Bancaria Europea y a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (además de al Ministerio de Economía y Competitividad, y a las restantes autoridades supervisoras afectadas) del surgimiento de una situación de emergencia, en particular en aquellos casos en que exista una evolución adversa de los mercados financieros que pueda comprometer la liquidez en el mercado y la estabilidad del sistema financiero.
- 4 Cuando el Banco de España aprecie que las entidades de crédito, cuya entidad dominante sea una entidad financiera con domicilio fuera de la Unión Europea, no tienen un régimen de supervisión en base consolidada similar al establecido en nuestra normativa, resultará de aplicación a dichas entidades de crédito el régimen de supervisión en base consolidada previsto en la normativa española. No obstante, el Banco de España podrá establecer otros métodos para la supervisión en base consolidada de dichos grupos, entre los que figurará la potestad del Banco de España de exigir la constitución de una entidad financiera dominante que tenga su domicilio social en la Unión Europea. Para realizar dicha comprobación de equivalencia, el Banco de España

deberá tener en cuenta las orientaciones elaboradas por la Autoridad Bancaria Europea a tal efecto. Además, el Banco de España deberá consultar a la Autoridad Bancaria Europea antes de tomar una decisión.

- 5 En relación con los colegios de supervisores, promovidos por el Banco de España con el objeto de facilitar el ejercicio de las funciones de supervisión, deberá intercambiar información con la Autoridad Bancaria Europea, además de con el resto de las autoridades competentes de terceros países.
- 6 En caso de denegación de la solicitud de apertura de sucursales o libre prestación de servicios en otros Estados miembros por entidades de crédito españolas¹⁵, el Banco de España deberá comunicarlo a la Autoridad Bancaria Europea, además de a la Comisión Europea.
- 7 En el ámbito sancionador, si se incoara un expediente sancionador que afecta a una sucursal de una entidad de crédito autorizada en otro Estado miembro de la Unión Europea que implique una sanción por infracción grave o muy grave, además de notificarlo a la Comisión Europea, debe hacerlo a la Autoridad Bancaria Europea.

MERCADO DE VALORES

En el ámbito del mercado de valores se hace extensible a la CNMV la mayoría de las anteriores obligaciones en relación con la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Además, se establece la exigencia de notificación a dicha autoridad en ciertos casos específicos. Entre otros, cabe reseñar los siguientes: 1) los folletos de emisión previamente aprobados por la CNMV para que tengan validez transfronteriza; 2) las irregularidades o violaciones de las obligaciones de los emisores de otros Estados miembros, derivadas de la admisión a cotización en un mercado secundario oficial, incluso antes de adoptar las medidas pertinentes para proteger a los inversores; 3) la suspensión de la negociación o, en su caso, la exclusión de determinados instrumentos financieros; las medidas preventivas que adopte en relación con los emisores o tenedores de instrumentos financieros que hayan cometido irregularidades o incumplido las obligaciones establecidas en nuestra normativa; 4) la autorización concedida a las empresas de servicios de inversión, así como la información relativa a su correspondiente programa de actividades; 5) la celebración de los acuerdos de cooperación con las autoridades competentes de terceros Estados, y 6) la negativa a cooperar o al intercambio de información en determinados supuestos previstos en nuestra normativa con otras autoridades competentes.

Finalmente, todas las referencias realizadas en la normativa al Comité Europeo de Supervisores de Valores (CESR) se sustituyen por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (órgano sucesor de aquel).

PLANES Y FONDOS DE PENSIONES

Igualmente, se hacen extensibles a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones las obligaciones de información a la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación.

Concretamente, cabe reseñar que en el caso de actividad transfronteriza de los fondos de pensiones de empleo se hará constar en el registro administrativo de fondos de pensiones

¹⁵ La denegación puede venir motivada porque el Banco de España tenga razones para dudar, visto el proyecto en cuestión, de lo adecuado de las estructuras administrativas o de la situación financiera de la entidad de crédito.

los Estados miembros en que desarrollen dicha actividad. Por su parte, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones comunicará dicha información a la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación.

También le notificará las decisiones de prohibir las actividades de fondos de pensiones de empleo adoptadas, en cuyo caso deberán motivarse y notificarse al fondo correspondiente. Igualmente notificará a dicha Autoridad los requerimientos de cese de actividad de fondos de pensiones de empleo no autorizados, así como las medidas administrativas de control especial, consistentes en la prohibición de admitir nuevos planes en los fondos o nuevos partícipes o aportaciones, y en la prohibición de actividad transfronteriza.

SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

Cabe reseñar que el Banco de España y la CNMV, además de la Comisión Europea, deberán notificar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados, previa solicitud de esta, toda la información necesaria para el desempeño de sus funciones en relación con los sistemas de pago y liquidación de valores reconocidos por ellos. Finalmente, en caso de incoación de un procedimiento de insolvencia a un participante de un sistema de pago y de liquidación de valores, ambos organismos supervisores se lo comunicarán a la Junta Europea de Riesgo Sistémico, a los demás Estados miembros y a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Por último, en el caso de conglomerados financieros, las autoridades españolas competentes cooperarán entre sí, con el Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión y con el resto de autoridades competentes en el marco de la supervisión adicional de las entidades integradas en dichos conglomerados. Este régimen de intercambio de información podrá extenderse a la Junta Europea de Riesgo Sistémico, además de a los BCN, al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y al BCE.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 24 de marzo.

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

Se ha publicado la *Orientación BCE/2011/27, de 21 de diciembre* (DOUE del 24 de enero), que modifica la *Orientación BCE/2010/20, de 11 de noviembre*, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera en el SEBC.

Dada la diversidad de operaciones de política monetaria, es necesario introducir ciertas aclaraciones en el anexo IV de la *Orientación BCE/2010/20, «Composición y criterios de valoración del balance»*, en el sentido de que determinadas provisiones relativas a las operaciones de política monetaria pueden variar y no constituyen necesariamente provisiones del Eurosistema.

A partir de la entrada en vigor de esta norma, las provisiones para créditos derivados de operaciones de política monetaria que figuran en el pasivo del balance de los bancos centrales del SEBC recogen tanto las que se provisionan en proporción a la clave del capital suscrito del BCE (provisiones del Eurosistema) como las que se provisionan por otras operaciones de política monetaria.

La *Orientación* entró en vigor el pasado 31 de diciembre.

Orientación del Banco Central Europeo sobre las exigencias de información en materia de estadísticas exteriores

Se ha publicado la *Orientación BCE/2011/23, de 9 de diciembre de 2011* (DOUE de 3 de marzo), sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas exteriores, que sustituye a la *Orientación BCE/2004/15, de 16 de julio*. Como esta Directiva —que ahora se deroga— ha sido objeto de diversos cambios, y en este momento se introducen nuevas modificaciones, conviene refundirla en un solo texto en beneficio de la claridad.

Se mantienen las estadísticas anteriores: estadística de balanza de pagos, con frecuencia mensual y trimestral; estadística de reservas internacionales; estadística de la posición de inversión internacional, y se añade una nueva: estadística mensual de envíos transfronterizos de billetes en euros.

Respecto a la estadística de balanza de pagos con frecuencia trimestral, la novedad más sustancial es el mayor desglose sectorial exigido. Así, para las inversiones directas, los BCN deberán presentar el siguiente desglose sectorial: las sociedades de depósitos, excepto el banco central; las Administraciones Públicas; las sociedades financieras distintas de las IFM; y ahora se añaden las sociedades no financieras, los hogares y las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares. Para las partidas de inversión de cartera y otra inversión, el desglose por sector institucional sigue los componentes estándar del FMI: el banco central; las sociedades de depósitos, excepto el banco central; los fondos del mercado monetario, las Administraciones Públicas, y ahora se añaden otras sociedades financieras distintas de las IFM, y las sociedades no financieras, los hogares y las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Para la nueva estadística mensual de envíos transfronterizos de billetes en euros, los BCN deberán facilitar, a partir de ahora, información sobre las importaciones y las exportaciones mensuales de billetes en euros desde Estados miembros de la zona del euro a países fuera de la zona del euro, tal como se especifica en el anejo II. Se exige facilitar una estimación óptima del reparto por denominación.

Su objetivo es poder estimar los billetes en euros que poseen entidades no pertenecientes a la zona del euro. Esta estadística resulta necesaria para facilitar la toma de decisiones relativas a la emisión de billetes en euros, en particular respecto a la planificación de la producción de billetes en euros, la gestión de las reservas y la coordinación de la emisión y transferencias de billetes en euros entre los BCN y el BCE de conformidad con sus respectivas competencias. También contribuye a valorar la evolución monetaria y cambiaria, y el papel del euro como moneda de inversión fuera de la zona del euro.

Se mantienen los mismos criterios que los descritos en la normativa anterior en cuanto a la calidad de la información estadística. No obstante, se permite utilizar estimaciones óptimas basadas en sólidos métodos estadísticos para aquellos datos que tengan un tamaño insignificante o desdeñable para la zona del euro, o para los datos que no puedan recopilarse a un coste razonable, siempre que el valor analítico de las estadísticas no se vea perjudicado.

Otra de las modificaciones son los plazos de transmisión de los datos. Así, los requeridos para elaborar la balanza de pagos mensual se facilitarán al BCE antes del cuadragésimo cuarto (44.º) día natural siguiente al final del mes al que se refieran los datos (anteriormente, era el trigésimo día hábil siguiente al final del mes al que se refieran).

Los datos requeridos para elaborar la balanza de pagos trimestral y la posición de inversión internacional trimestral que, antes se facilitaban al BCE en los tres meses siguientes al final del trimestre al que se refieran los datos, ahora se facilitarán conforme al siguiente calendario:

- 1 El octogésimo quinto (85.º) día natural siguiente al final del trimestre al que se refieran los datos, desde 2014 hasta 2016.

- 2 El octogésimo segundo (82.º) día natural siguiente al final del trimestre al que se refieran los datos, en 2017 y 2018.
- 3 El octogésimo (80.º) día natural siguiente al final del trimestre al que se refieran los datos, a partir de 2019.

Los datos requeridos para la elaboración de la estadística de reservas internacionales se facilitarán al BCE antes del décimo día natural siguiente al final del mes al que se refieran (anteriormente eran tres semanas).

Por último, los datos requeridos sobre envíos transfronterizos de billetes en euros se facilitarán al BCE antes del trigésimo quinto (35.º) día siguiente al final del mes al que se refieran.

La primera transmisión de datos sobre las estadísticas de la balanza de pagos, la posición de inversión internacional y las reservas internacionales, conforme establece la Orientación, tendrá lugar en junio de 2014, y la primera transmisión de datos sobre los envíos transfronterizos de billetes en euros tendrá lugar en marzo de 2013.

La Orientación entró en vigor el 1 de marzo.

Deuda del Estado: condiciones de emisión durante 2012 y enero de 2013

La Ley 39/2010, de Presupuestos Generales del Estado para 2011, autorizó al ministro de Economía y Hacienda para que incrementase la deuda del Estado durante este año con la limitación de que el saldo vivo de la misma al final del ejercicio no superase el correspondiente saldo a 1 de enero de 2011 en más de 43.626 millones de euros. Esta autorización de endeudamiento es extensible, por su mismo importe y condiciones, para el año 2012, por haberse producido la prorrogación automática de los Presupuestos del ejercicio anterior hasta la aprobación de los nuevos.

Como viene siendo habitual en estas fechas, se han publicado la *Orden ECC/41/2012, de 16 de enero*, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2012 y enero de 2013 y se delegan determinadas facultades en el secretario general del Tesoro y Política Financiera (BOE del 17), y las *resoluciones de 18 y de 23 de enero de 2012, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera* (BOE del 23 y del 27), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para este ejercicio y el mes de enero siguiente.

En general, se mantienen los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes. Por tanto, se continúa emitiendo mediante subastas ordinarias y especiales (ofertas competitivas y no competitivas¹⁶), así como mediante otros procedimientos. En particular, se podrá ceder parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a una o varias entidades financieras que aseguren su colocación. Asimismo, se podrán realizar operaciones de venta simple o con pacto de recompra de valores de nuevas emisiones o ampliaciones de emisiones existentes que el Tesoro tenga en su cuenta de valores.

En las ofertas competitivas se indicarán el importe nominal y el tipo de interés que se solicitan. El importe nominal mínimo sigue siendo de 1.000 euros, y se formulará, a partir de

¹⁶ En las competitivas se indica el precio, expresado en tanto por ciento sobre el valor nominal, que se está dispuesto a pagar por la deuda o el tipo de interés en tanto por ciento que se solicita, mientras que en las no competitivas no se indica precio o tipo de interés. Las peticiones no competitivas se aceptarán en su totalidad, y se adjudicarán al precio medio ponderado, o al precio equivalente al tipo de interés medio ponderado.

ese importe, en múltiplos enteros de esa cantidad. El precio de adjudicación será el equivalente al tipo de interés solicitado o al tipo de interés medio ponderado, según el resultado de la subasta¹⁷.

En las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo se mantiene, igualmente, en 1.000 euros, y las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros, no pudiendo exceder de un millón de euros el importe nominal conjunto de las ofertas no competitivas presentadas por un mismo postor en cada subasta, a excepción de ciertas entidades¹⁸, cuyo límite máximo es de 300 millones de euros. Las peticiones tendrán como precio de adjudicación, en todos los casos, el precio equivalente al tipo de interés medio ponderado.

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

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

LETRAS DEL TESORO

Como en años anteriores, en la Resolución se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2012 y enero de 2013, en el que se señalan las fechas de las subastas ordinarias y el plazo de las letras, fijando las emisiones y la convocatoria de las subastas de forma simultánea con la publicación del calendario. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales.

Al igual que en 2011, se subastarán letras a tres, seis, doce y dieciocho meses de forma regular y con periodicidad mensual, manteniéndose la agrupación de las emisiones en vencimientos mensuales para facilitar su liquidez¹⁹. Las letras a dieciocho meses que se oferten en los meses impares tendrán el mismo vencimiento que las emitidas en el mes anterior, para facilitar un grado de liquidez suficiente a estas referencias desde su emisión.

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

En cuanto al resto de características, las subastas mantienen en su desarrollo y resolución la misma configuración que en 2011, incluida la presentación de las peticiones en térmi-

¹⁷ A partir de las peticiones competitivas aceptadas, se calcula el precio medio ponderado de la subasta, expresado en porcentaje del valor nominal y redondeado por exceso a tres decimales. El precio de adjudicación se determina de la siguiente forma: las peticiones realizadas al precio mínimo se adjudican a este precio; las peticiones entre el precio mínimo y el precio medio ponderado se adjudican al precio pujado; y las peticiones por encima del precio medio ponderado, junto con las no competitivas, pagarán el precio medio ponderado.

¹⁸ El Fondo de Garantía Salarial, el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, el Fondo de Garantía de Inversiones, la Sociedad Estatal de Correos y Telégrafos, y la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), o cualquier entidad pública o sociedad de titularidad pública que determine el Tesoro.

¹⁹ En las emisiones de letras a plazos más cortos (tres o seis meses), el Tesoro utiliza las mismas referencias de identificación que las que utilizó en su día para las letras a más largo plazo (generalmente, las de dieciocho meses), con el fin de mantener el mismo número referencias en el mercado pero con un volumen mayor, y así conseguir que sean más líquidas.

nos de tipo de interés, tal como cotizan en los mercados secundarios, para facilitar con ello a los suscriptores la formulación de peticiones. Así, en las ofertas competitivas se indicará el tipo de interés que se solicita y las peticiones que resulten aceptadas se adjudicarán, en cada caso, al precio equivalente al tipo de interés solicitado o al medio ponderado, según corresponda en función del resultado de la subasta.

BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

En la Resolución se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2012 y enero de 2013, en el que se señalan las fechas de las subastas ordinarias y el plazo, fijando las emisiones y la convocatoria de las subastas de forma simultánea con la publicación del calendario. Los criterios y procedimientos de emisión son, básicamente, los vigentes en 2011. Así, los plazos de emisión serán de tres y cinco años en bonos, y de diez, quince y treinta años en obligaciones. Además, se reabrirán con la emisión de nuevos tramos referencias de emisiones realizadas con anterioridad, a fin de garantizar su liquidez y atender la demanda de los inversores en los distintos segmentos en que esta se produzca, incrementando con ello el volumen medio de las referencias en circulación. Las nuevas referencias devengarán el tipo de interés nominal que se determine en la Resolución por la que se disponga su emisión. También se contempla la posibilidad de emitir bonos y obligaciones referenciados a algún índice.

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

La Orden entró en vigor el 17 de enero, y las resoluciones, el 19 y el 24 de enero, respectivamente.

Medidas urgentes para la reforma del mercado laboral

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 3/2012, de 10 de febrero* (BOE del 11), de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral.

Desde del punto de vista de la regulación financiera, el Real Decreto Ley, en su disposición adicional séptima, viene a complementar lo dispuesto en el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, respecto al establecimiento de un régimen específico de remuneraciones aplicable a los administradores y directivos de entidades de crédito que reciban apoyo financiero público para su saneamiento y reestructuración, en lo relativo a limitaciones en las indemnizaciones a percibir por terminación de sus contratos, fijando adicionalmente determinadas normas respecto a la extinción/ suspensión del contrato de administradores o directivos de entidades de crédito por razón de imposición de sanciones o de suspensión y determinados supuestos de sustitución provisional, respectivamente.

INDEMNIZACIONES POR TERMINACIÓN DEL CONTRATO

Las entidades de crédito participadas mayoritariamente o apoyadas financieramente por el FROB no podrán satisfacer, en ningún caso, indemnizaciones por terminación de contrato que excedan de la menor de las siguientes cuantías: a) dos veces las bases máximas establecidas en el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero²⁰; o b) dos años de la remuneración fija estipulada.

20 Las bases máximas están recogidas en las reglas 3.ª y 4.ª del artículo 5.3.a) del Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. La regla 3.ª establece una retribución fija máxima por todos los conceptos de presidentes ejecutivos, consejeros delegados y directivos de las entidades de crédito participadas mayoritariamente por el FROB de 300.000 euros. Por su parte, la 4.ª señala que, en caso de que, sin llegar a estar mayoritariamente participadas por el FROB, reciban apoyo financiero del mismo, dicha retribución fija máxima será de 600.000 euros.

EXTINCIÓN DEL CONTRATO POR RAZÓN DE IMPOSICIÓN DE SANCIONES	<p>Se exceptúan aquellos administradores y directivos que se hubiesen incorporado a la entidad o a su grupo con posterioridad o de forma simultánea a la toma de participación o apoyo financiero del FROB, en cuyo caso el Banco de España, a la vista de las condiciones contractualmente estipuladas y de los resultados del plan de saneamiento, podrá autorizar cantidades superiores a las establecidas en el citado Real Decreto Ley 2/2012, pero siempre con el límite de dos años de la remuneración fija originariamente estipulada.</p> <p>La imposición de las sanciones por infracciones muy graves²¹ a las personas que ejerzan cargos de administración o dirección en una entidad de crédito en virtud de un contrato de trabajo, incluidas las relaciones laborales de carácter especial del personal de alta dirección, se considerará, a efectos de la legislación laboral, como incumplimiento contractual grave y culpable y, por tanto, causa de despido disciplinario, pudiendo dar lugar a la extinción de su contrato. Asimismo, la imposición de tales sanciones se considerará como causa justa de extinción o resolución de aquellos contratos que tengan una naturaleza distinta de la laboral.</p> <p>En estos supuestos, las citadas personas no tendrán derecho a indemnización alguna, cualquiera que sea su cuantía o su forma, y con independencia de la norma jurídica, contrato, acuerdo o pacto laboral individual o de origen colectivo y contrato, acuerdo o pacto de naturaleza civil o mercantil donde esté previsto el pago de la indemnización.</p>
SUSPENSIÓN DEL CONTRATO POR RAZÓN DE IMPOSICIÓN DE SANCIONES	<p>La suspensión del contrato de personas que ejerzan cargos de administración o dirección en una entidad de crédito podrá efectuarse por las siguientes causas: 1) cuando se disponga la suspensión provisional de las personas que, ostentando cargos de administración o dirección en la entidad de crédito, aparezcan como presuntos responsables de infracciones muy graves, y 2) cuando se incumpla de forma grave el plazo de ejecución o las medidas concretas contempladas en el plan de actuación²², y el Banco de España acuerde la sustitución provisional de los órganos de administración o dirección de la entidad de crédito.</p> <p>La suspensión del contrato supondrá la exoneración recíproca de las obligaciones de trabajar o prestar servicios y de remunerar por el trabajo o por la prestación de aquellos.</p> <p>El Real Decreto Ley entró en vigor el 12 de febrero.</p>
Medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos	<p>Se ha publicado el <i>Real Decreto Ley 6/2012, de 9 de marzo</i> (BOE del 10), de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos. Tiene por objeto establecer medidas conducentes a procurar la reestructuración de la deuda hipotecaria de quienes padecen extraordinarias dificultades para atender su pago, así como mecanismos de flexibilización de los procedimientos de ejecución hipotecaria.</p>
MEDIDAS CONDUCENTES A PROCURAR LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA HIPOTECARIA Código de Buenas Prácticas	<p>El modelo de protección diseñado gira en torno a la elaboración de un Código de Buenas Prácticas para la reestructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual, que se complementa con la adopción de un conjunto de medidas fiscales.</p> <p>Al Código de Buenas Prácticas (en adelante, el Código), que figura en el anejo de la norma (véase sinopsis del mismo en el cuadro 1), podrán adherirse, voluntariamente, las</p>

²¹ Véase art. 12.1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

²² Previsto en los artículos 6 y 7 del Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

entidades de crédito y demás entidades que, de manera profesional, realizan la actividad de concesión de préstamos o créditos hipotecarios, y cuyo seguimiento por aquellas será supervisado por una comisión de control integrada por representantes del Ministerio de Economía y Competitividad, el Banco de España, la CNMV y la Asociación Hipotecaria Española.

Se aplicará a los deudores que se encuentren situados dentro del umbral de exclusión que tengan préstamos o créditos concedidos para la compraventa de viviendas, cuyo precio de adquisición no hubiera excedido de ciertos tramos de valores²³, y que estén vigentes a la fecha de su entrada en vigor.

A efectos del Real Decreto Ley, se considerarán situados en el umbral de exclusión aquellos deudores de un crédito o préstamo garantizado con hipoteca sobre su vivienda habitual, cuando concurren en ellos todas las circunstancias siguientes: 1) que todos los miembros de la unidad familiar²⁴ carezcan de rentas derivadas del trabajo o de actividades económicas; 2) que la cuota hipotecaria resulte superior al 60 % de los ingresos netos que perciba el conjunto de los miembros de la unidad familiar; 3) que el conjunto de los miembros de la unidad familiar carezca de cualesquiera otros bienes o derechos patrimoniales suficientes con los que hacer frente a la deuda; 4) que se trate de un crédito o préstamo garantizado con hipoteca que recaiga sobre la única vivienda en propiedad del deudor y concedido para la adquisición de la misma; 5) que se trate de un crédito o préstamo que carezca de otras garantías, reales o personales o, en caso de existir estas últimas, que en todos los garantes concurren las circunstancias 2) y 3) anteriores, y 6) en caso de que existan codeudores que no formen parte de la unidad familiar, deberán estar incluidos en las circunstancias 1), 2) y 3) anteriores.

El Código incluye tres fases de actuación. La primera, dirigida a procurar la reestructuración viable de la deuda hipotecaria mediante la presentación al deudor solicitante de un plan que incluya un conjunto de medidas (tales como plazo de carencia en la amortización de capital, reducción temporal del tipo de interés o ampliación del plazo total de amortización) tendientes a favorecer el pago de la deuda. La segunda fase está prevista para el caso de no resultar viable el plan de reestructuración. En esta situación, las entidades podrán, con carácter potestativo, ofrecer a los deudores una quita sobre el conjunto de su deuda. Y la tercera, prevista para el supuesto de que ninguna de las dos medidas anteriores lograra reducir el esfuerzo hipotecario de los deudores a límites asumibles para su viabilidad financiera, consiste en que estos últimos podrán solicitar, y las entidades deberán aceptar, la dación en pago como medio liberatorio definitivo de la deuda. En este supuesto, las familias podrán permanecer en su vivienda durante un plazo de dos años satisfaciendo una renta asumible.

Desde la adhesión de la entidad de crédito, cualquiera de las partes (entidad o deudor) podrá compeler a la otra a la formalización en escritura pública de la novación del contrato resultante de la aplicación de las previsiones contenidas en el Código. Los costes de dicha formalización correrán a cargo de la parte que lo solicite.

23 Son los siguientes tramos de valores: 1) para municipios de más de 1.000.000 de habitantes: 200.000 euros; 2) para municipios de entre 500.001 y 1.000.000 de habitantes o los integrados en áreas metropolitanas de municipios de más de 1.000.000 de habitantes: 180.000 euros; 3) para municipios de entre 100.001 y 500.000 habitantes: 150.000 euros, y 4) para municipios de hasta 100.000 habitantes: 120.000 euros.

24 Se entenderá por unidad familiar la compuesta por el deudor, su cónyuge no separado legalmente o pareja de hecho inscrita y los hijos que, con independencia de su edad, residan en la vivienda.

1 Medidas previas a la ejecución hipotecaria: reestructuración de deudas hipotecarias	
Ámbito de aplicación	Los deudores que se encuentren situados en el umbral de exclusión pueden solicitar y obtener de la entidad acreedora la reestructuración de su deuda hipotecaria al objeto de alcanzar la viabilidad a medio y largo plazo de la misma.
Características del plan de reestructuración:	La entidad deberá notificar y ofrecer al deudor un plan de reestructuración en el que se concreten la ejecución y las consecuencias financiera de la aplicación conjunta de las siguientes medidas:
	— Carencia en la amortización de capital de cuatro años.
	— Ampliación del plazo de amortización hasta un total de 40 años a contar desde la concesión del préstamo.
	— Reducción del tipo de interés aplicable a euríbor + 0,25 % durante el plazo de carencia.
	— Adicionalmente, las entidades podrán reunificar el conjunto de las deudas contraídas por el deudor.
2 Medidas complementarias para los casos en que el plan de reestructuración sea inviable	
Ámbito de aplicación	Se aplica cuanto el plan de reestructuración resulta inviable. Se entenderá inviable todo plan cuya cuota hipotecaria mensual sea superior al 60 % de los ingresos que perciban conjuntamente todos los miembros de la unidad familiar.
Quita en el capital pendiente de amortización:	En este caso, el deudor podrá solicitar una quita en el capital pendiente de amortización. La entidad tendrá facultad para aceptarla o rechazarla en el plazo de un mes.
	Al objeto de determinar la quita, la entidad empleará alguno de los siguientes métodos de cálculo y notificará, en todo caso, los resultados obtenidos al deudor, con independencia de que la primera decida o no conceder dicha quita:
	— Reducción en un 25 %.
	— Reducción equivalente a la diferencia entre capital amortizado y el que guarde con el total del capital prestado la misma proporción que el número de cuotas satisfechas por el deudor sobre el total de las debidas.
	— Reducción equivalente a la mitad de la diferencia existente entre el valor actual de la vivienda y el valor que resulte de sustraer al valor inicial de tasación dos veces la diferencia con el préstamo concedido.
3 Medidas sustitutivas de la ejecución hipotecaria: dación en pago de la vivienda habitual	
Ámbito de aplicación	Se aplica cuando ni el plan de reestructuración, ni las medidas complementarias, en su caso, resulten viables.
Efectos de la dación de pago:	En estos casos, la entidad está obligada a aceptar la entrega del bien hipotecado por parte del deudor, a la propia entidad o tercero que esta designe, quedando definitivamente cancelada la deuda (tanto la garantizada con la hipoteca como las responsabilidades personales del deudor y de terceros frente a la entidad por razón de la misma).
	El deudor, si lo solicitara en el momento de pedir la dación en pago, podrá permanecer durante un plazo de dos años en la vivienda en concepto de arrendatario, satisfaciendo una renta anual del 3 % del importe total de la deuda en el momento de la dación. Durante dicho plazo, el impago de la renta devengará un interés de demora del 20 %.
	Las entidades podrán pactar con los deudores la cesión de una parte de la plusvalía generada por la enajenación de la vivienda, en contraprestación por la colaboración que este pueda prestar en dicha transmisión.
	Esta medida no será aplicable en los supuestos que se encuentren en procedimiento de ejecución en los que ya se haya anunciado la subasta, o en los que la vivienda esté gravada con cargas posteriores.

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

Las entidades adheridas remitirán al Banco de España, con carácter trimestral, determinada información, que incluirá, entre otros aspectos, el número, volumen y características de las operaciones solicitadas, ejecutadas y denegadas en aplicación del Código y las reclamaciones tramitadas, en su caso, por incumplimiento del Código por parte de las entidades de crédito. Finalmente, garantizarán la máxima difusión del contenido del mismo, en particular entre sus clientes.

Independientemente de la aplicación del Código, se moderan los tipos de interés moratorios aplicables a todos los contratos de crédito o préstamos hipotecarios desde el momento en que el deudor acredita ante la entidad que se encuentra en el umbral de exclusión. Será, como máximo, el resultante de sumar a los intereses remuneratorios pactados en el préstamo un 2,5 % sobre el capital pendiente del préstamo.

Medidas fiscales

Se modifica el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, para dejar exentas de la cuota gradual de documentos notariales de la

modalidad de actos jurídicos documentados las escrituras de formalización de las novaciones contractuales de préstamos y créditos hipotecarios que se produzcan al amparo de este Real Decreto Ley.

Se modifica el texto refundido de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales aprobado por el Real Decreto Legislativo 2/2004, de 5 de marzo, para que, en las transmisiones realizadas con ocasión de la dación en pago prevista en el Código de Buenas Prácticas, se considere sujeto pasivo a la entidad que adquiera el inmueble, sin que esta pueda exigir del contribuyente el importe de las obligaciones tributarias satisfechas.

Se modifica la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio, para dejar exenta del IRPF la ganancia patrimonial que se pudiera generar en los deudores con ocasión de la dación en pago de su vivienda.

Los derechos arancelarios notariales y registrales derivados de la cancelación del derecho real de hipoteca en los casos de dación en pago de deudor hipotecado situado en el umbral de exclusión de este Real Decreto Ley se bonificarán en un 50 %.

El deudor no soportará ningún coste adicional de la entidad financiera que adquiere, libre de carga hipotecaria, la titularidad del bien antes hipotecado.

MECANISMOS DE FLEXIBILIZACIÓN DE LOS PROCEDIMIENTOS DE EJECUCIÓN HIPOTECARIA

Por otra parte, el Real Decreto Ley introduce, básicamente, dos tipos de mecanismos de flexibilización de los procedimientos de ejecución hipotecaria de la vivienda habitual del deudor, que serán de aplicación general, incluyendo al colectivo sujeto al Código. El primero tiende a simplificar el procedimiento de ejecución extrajudicial, y el segundo amplía las ayudas a los inquilinos previstas en el Plan de Vivienda y Rehabilitación 2009-2011 a las personas que hubieran sido objeto de una resolución judicial de lanzamiento como consecuencia de procesos de ejecución hipotecaria.

Procedimiento de ejecución extrajudicial

Se modifica el procedimiento de ejecución extrajudicial²⁵ de bienes hipotecados cuando se trate de la vivienda habitual del deudor. Como estaba regulado, este procedimiento requiere, entre otros aspectos, que haya sido pactado por las partes contratantes en el momento de constitución de la hipoteca. Otra de sus características es que la ejecución de la hipoteca se lleva a cabo ante notario (principal diferencia en relación con la ejecución hipotecaria judicial).

Las novedades que ahora se introducen es que la ejecución del bien se lleva a cabo a través de una única subasta²⁶ con tipo mínimo del 70 % del valor pactado en la escritura de constitución de hipoteca. Si se presentan ofertas por un importe igual o superior al 70 % del valor por el que el bien hubiera salido a subasta, se adjudicará a quien presente la mejor oferta. En el supuesto de que fueran inferiores a ese porcentaje, podrá el deudor presentar, en el plazo de diez días, a un tercero que ofrezca, al menos, esa cantidad o que, aun siendo inferior, resulte suficiente para lograr la completa satisfacción del derecho del ejecutante. En otro caso,

25 El procedimiento de la ejecución extrajudicial está previsto en los artículos 234 a 236 del Decreto de 14 de febrero de 1947, por el que se aprueba el Reglamento Hipotecario.

26 Antes había un máximo de tres subastas: en la primera tenía como tipo mínimo de adjudicación el pactado en la escritura de constitución de hipoteca; si la subasta quedaba desierta, se celebrará la segunda subasta, cuyo tipo mínimo era el 75 % del valor de la primera; en caso de que esta tampoco tuviera ofertas, se hacía una tercera sin tipo mínimo. En cualquiera de ellas, el acreedor tenía la facultad de pedir la adjudicación del bien por el tipo pactado en la escritura de constitución.

el acreedor podrá pedir la adjudicación del inmueble por el 60 % del valor de tasación. Si no ejerce este derecho, se adjudicará a quien haya presentado la mejor oferta, siempre que la cantidad que se haya ofrecido supere el 50 % del valor de tasación o, siendo inferior, cubra, al menos, la cantidad reclamada por todos los conceptos.

Si en el acto de la subasta no hubiere ningún postor, podrá el acreedor, en el plazo de 20 días, pedir la adjudicación por importe igual o superior al 60 % del valor de tasación²⁷.

El Gobierno, en el plazo de seis meses desde la entrada en vigor de esta norma, aprobará las normas reglamentarias precisas con el fin de simplificar el procedimiento de venta extrajudicial, las cuales incorporarán, entre otras medidas, la posibilidad de subasta electrónica.

Acceso al alquiler
de las personas afectadas
por desahucios y sujetas
a medidas de flexibilización
de las ejecuciones hipotecarias

Las personas que hubieran sido objeto de una resolución judicial de lanzamiento de su vivienda habitual como consecuencia de procesos judiciales o extrajudiciales de ejecución hipotecaria, con posterioridad al 1 de enero de 2012, podrán ser beneficiarias de las ayudas a los inquilinos, en los términos establecidos en el Real Decreto 2066/2008, de 12 de diciembre, por el que se regula el Plan de Vivienda y Rehabilitación 2009-2012²⁸.

También podrán obtener las ayudas los solicitantes que suscriban contratos de arrendamiento como consecuencia de la aplicación de la dación en pago, prevista en el Código, cuando sus ingresos familiares no excedan de 2,5 veces el Indicador Público de Renta de Efectos Múltiples (IPREM), previsto en el Real Decreto 2066/2008.

En particular, los contratos de arrendamiento que se suscriban como consecuencia de la aplicación del Código se considerarán contratos de arrendamientos de vivienda y estarán sujetos a la Ley 29/1994, de 24 de noviembre, de Arrendamientos Urbanos, con determinadas especialidades. Así, la duración de estos contratos de arrendamiento será de dos años, sin derecho a prórroga, salvo acuerdo escrito de las partes. La renta durante el período de dos años quedará establecida de conformidad con los parámetros del Código.

Transcurrido el plazo de dos años de duración del contrato, si el arrendatario no desalojara la vivienda, el arrendador podrá iniciar el procedimiento de desahucio. En el mismo, se reclamará como renta impagada la renta de mercado correspondiente a los meses en los que la vivienda hubiera estado ocupada indebidamente.

OTRAS NOVEDADES

Se modifica puntualmente el Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros. Así, en relación con la transformación de cajas de ahorros en fundaciones de carácter especial, en la que el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, preveía que correspondía al Estado la supervisión y el control de las fundaciones de carácter especial, cuyo ámbito de actuación principal exceda el de una comunidad autónoma, a través del

27 El Real Decreto Ley 8/2011, de 1 de julio, elevó del 50 % al 60 % el valor de tasación del inmueble por el que el acreedor puede pedir la adjudicación del mismo.

28 Los requisitos están recogidos en los artículos 38 y 39 de dicho Real Decreto. Así, entre las condiciones de los beneficiarios, se requiere que sus ingresos familiares no excedan de 2,5 veces el IPREM. No podrá concederse la ayuda cuando, por ejemplo, el solicitante sea titular de otra vivienda o sea socio o participe de la persona jurídica que actúa como arrendador. La cuantía de la ayuda consistirá en una subvención cuyo máximo anual será del 40 % de la renta anual que se vaya a satisfacer, y con un límite de 3.200 euros por vivienda, con independencia del número de titulares del contrato de arrendamiento. La duración máxima de esta subvención será de dos años, siempre que se mantengan las circunstancias que dieron lugar al reconocimiento inicial del derecho a la ayuda. No se podrá obtener nuevamente esta subvención hasta transcurridos, al menos, cinco años desde la fecha de su reconocimiento.

protectorado que será ejercido por el Ministerio de Economía y Competitividad. Ahora, se precisa que en los supuestos de segregación se considerará ámbito de actuación de la fundación de carácter especial el de la entidad bancaria resultante de la segregación.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 11 de marzo.

Medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 12/2012, de 30 de marzo* (BOE del 31), por el que se introducen diversas medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público. La norma complementa las medidas recogidas en el Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público.

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

MEDIDAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO

Dadas las peculiaridades de la actividad del ICO (debido al peso específico que tiene la financiación a pymes y autónomos mediante la utilización de las líneas de mediación), se establece —a efectos de determinación y control de sus recursos propios mínimos— una ponderación de riesgo del 20 % para las exposiciones frente a las entidades financieras de los Estados miembros de la Unión Europea, cualquiera que sea su vencimiento original o residual.

MEDIDAS FISCALES

El grueso de las medidas se centra en el ámbito del impuesto sobre sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo. En concreto, para los períodos impositivos de los años 2012 y 2013 se introducen las siguientes modificaciones:

- 1 Se reduce el límite anual máximo de la deducción del fondo de comercio, que pasa del 5 % al 1 %, tanto por adquisición de entidades como por reestructuraciones empresariales.
- 2 Se reduce el límite anual máximo de la deducción de la diferencia entre el precio de adquisición de la participación por parte de la entidad adquirente y los fondos propios de la entidad transmitente, que no hubiera sido imputada a bienes y derechos adquiridos, que pasa del 5 % al 1 % de su importe.
- 3 Se reduce el límite máximo de las deducciones para incentivar la realización de determinadas actividades, que pasa del 35 % al 25 % de la cuota íntegra, minorada por las deducciones para evitar la doble imposición interna e internacional y las bonificaciones. En este límite se incluye también la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios.
- 4 Se establece un importe mínimo del pago fraccionado para los sujetos pasivos cuyo importe neto de la cifra de negocios en los doce meses anteriores sea, al menos, de 20 millones de euros. En estos casos, dicho pago no podrá ser inferior al 8 % del resultado positivo de la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio de los 3, 9, u 11 primeros meses de cada año natural, minorado en las bases imponible negativas pendientes de compensar por los sujetos pasivos.

Con carácter indefinido, se incorporan las siguientes medidas en el impuesto sobre sociedades:

- 1 Se establece el carácter no deducible para aquellos gastos financieros derivados de deudas con entidades del grupo, con independencia de la residen-

cia y de la obligación de formular cuentas anuales consolidadas, destinadas a la adquisición, a otras entidades del grupo, de participaciones en el capital o fondos propios de cualquier tipo de entidades, o a la realización de aportaciones en el capital o fondos propios de otras entidades del grupo, salvo que el sujeto pasivo acredite que existen motivos económicos válidos para la realización de dichas operaciones.

- 2 Se introduce una limitación general en la deducción de gastos financieros netos equivalente al 30 % del beneficio operativo del ejercicio²⁹. No obstante, los gastos financieros netos que no hayan sido objeto de deducción podrán deducirse en los períodos impositivos que concluyan en los 18 años siguientes, conjuntamente con los del período impositivo correspondiente, y con el límite general antes mencionado. Por el contrario, en caso de que los gastos financieros netos del período impositivo no alcanzaran el límite general, la diferencia en relación con el citado límite se adicionará en la deducción de los próximos cinco períodos impositivos hasta que se deduzca dicha diferencia.
- 3 Se modifica el régimen de exención en la transmisión de participaciones en entidades no residentes en territorio español, de forma que ahora se introduce la aplicación de una regla de proporcionalidad de la exención en función del período de tiempo en el que se cumplen los requisitos para su aplicación³⁰, respecto del período de tenencia total de las participaciones.
- 4 Se elimina, de forma progresiva, la libertad de amortización con mantenimiento de empleo (regulada en la disposición adicional undécima de la Ley), que se hace extensible al IRPF, al tiempo que se determina la tributación de la renta obtenida en la posterior transmisión del bien que hubiera sido objeto de dicha amortización acelerada.

Por otra parte, con carácter exclusivo para el año 2012, se establece un gravamen especial (equivalente al 8 %) sobre dividendos y rentas de fuente extranjera derivadas de la transmisión de valores representativos de los fondos propios de entidades no residentes en territorio español. Tales rendimientos no generarán derecho a la aplicación de la deducción por doble imposición internacional.

Finalmente, se establece una declaración tributaria especial para determinadas rentas, de forma que los contribuyentes³¹ que sean titulares de bienes o derechos que no se correspondan con las rentas declaradas en dichos impuestos podrán presentar una declaración adicional (prevista en este RDL) con el objeto de regularizar su situación tributaria, siempre que hubieran sido titulares de dichos bienes o derechos con anterioridad a la finalización

²⁹ A estos efectos, se entenderá por gastos financieros netos el exceso de gastos financieros respecto de los ingresos derivados de la cesión a terceros de capitales propios devengados en el período impositivo, excluidos determinados gastos recogidos en el artículo 14 de la Ley. Por su parte, el beneficio operativo se determinará a partir del resultado de explotación de la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio, eliminando determinadas partidas como la amortización del inmovilizado, y adicionando otras como los ingresos financieros de participaciones en instrumentos de patrimonio, con ciertas limitaciones.

³⁰ Tales requisitos son los siguientes: 1) que el porcentaje de participación, directa o indirecta, en el capital o en los fondos propios de la entidad no residente sea, al menos, del 5 %; 2) que la entidad participada haya estado gravada por un impuesto extranjero de naturaleza idéntica o análoga a este impuesto en el ejercicio en que se hayan obtenido los beneficios que se reparten o en los que se participa, y 3) que los beneficios que se reparten o en los que se participa procedan de la realización de actividades empresariales en el extranjero.

³¹ Bien sean contribuyentes del IRPF, del impuesto sobre sociedades o del impuesto sobre la renta de no residentes.

del último período impositivo cuyo plazo de declaración hubiera finalizado antes de la entrada en vigor de RDL. En este caso, deberán presentar una declaración e ingresar la cuantía resultante de aplicar a su importe o su valor de adquisición el porcentaje del 10 %. Su cumplimiento no llevará aparejada la exigibilidad de sanciones, intereses o recargos.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 31 de marzo.

Mecanismo extraordinario de financiación para el pago a los proveedores de las Entidades Locales y de las Comunidades Autónomas

Se han publicado el *Real Decreto Ley 4/2012, de 24 de febrero* (BOE del 25), por el que se determinan obligaciones de información y procedimientos necesarios para establecer un mecanismo de financiación para el pago a los proveedores de las entidades locales, y el *Real Decreto Ley 7/2012, de 9 de marzo* (BOE del 10), por el que se crea el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, modificado este último por el *Real Decreto Ley 10/2012, de 23 de marzo* (BOE del 24).

El Real Decreto Ley 4/2012 tiene por objeto habilitar las condiciones necesarias para permitir que las Entidades Locales puedan cancelar las obligaciones pendientes de pago con sus proveedores, derivadas de la contratación de obras, suministros o servicios, mediante el establecimiento de un mecanismo extraordinario de financiación, al que también pueden acogerse las Comunidades Autónomas.

Por su parte, el Real Decreto Ley 7/2012 crea el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores (en adelante, el Fondo) y regula las condiciones de ejecución de las operaciones destinadas al pago de las obligaciones pendientes de las Entidades locales y, en su caso, de las Comunidades Autónomas que se hayan acogido al citado mecanismo de financiación.

ÁMBITO DE APLICACIÓN

Las obligaciones pendientes de pago a los proveedores o a los contratistas³² han de reunir todas las condiciones siguientes: 1) ser vencidas, líquidas y exigibles; 2) que la correspondiente factura o solicitud de pago equivalente haya tenido lugar antes del 1 de enero de 2012, y 3) que se trate de contratos de obras, servicios o suministros incluidos en el ámbito de aplicación del texto refundido de la Ley de Contratos del Sector Público, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre.

Se excluyen las obligaciones contraídas por las Entidades Locales con la Administración General del Estado o cualquiera de sus organismos y entidades dependientes, la Administración de las Comunidades Autónomas o cualquiera de sus organismos y entidades dependientes, otras Entidades Locales y con la Seguridad Social.

SUMINISTRO DE INFORMACIÓN POR PARTE DE LAS ENTIDADES LOCALES

Las Entidades Locales deberán remitir, por vía telemática, al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, antes del 15 de marzo, una relación certificada de todas las obligaciones pendientes de pago que reúnan los tres requisitos señalados con la siguiente información: 1) identificación del contratista, que incluirá el código o número de identificación fiscal, denominación social y su domicilio social; 2) importe del principal de la obligación pendiente de pago, impuesto sobre el valor añadido o impuesto general indirecto canario incluido en su caso, sin inclusión de intereses, costas judiciales o cualesquiera otros gastos accesorios; 3) fecha de entrada en el registro administrativo de la factura, factura rectificativa en su caso, o solicitud de pago equivalente anterior al 1 de enero de 2012, y 4) constancia de si se ha instado por el contratista la exigibilidad ante los Tribunales de Justicia antes de 1 de enero de 2012.

³² Se entiende por contratista tanto al adjudicatario del contrato como al cesionario a quien le haya transmitido su derecho de cobro.

En caso de que hubieran acordado con sus contratistas una cancelación fraccionada de las deudas contraídas con estos, se incluirá en la mencionada certificación el importe total pendiente de pago en el momento en el que se emita. En estos casos, las Entidades Locales deberán informar de los vencimientos que se produzcan hasta el próximo 31 de diciembre.

PLAN DE AJUSTE

El interventor elevará al pleno de la Entidad Local un plan de ajuste para su aprobación antes del 31 de marzo. Su contenido deberá recoger, entre otros, los siguientes elementos: 1) los ingresos corrientes suficientes para financiar sus gastos corrientes y la amortización de las operaciones de endeudamiento, incluida la que se formalice en el marco de este Real Decreto Ley; 2) las previsiones de ingresos corrientes; 3) la descripción y el calendario de aplicación de las reformas estructurales que se vayan a implantar, y 4) las medidas de reducción de cargas administrativas a ciudadanos y empresas que se vayan a adoptar en los términos que se establezcan por Acuerdo de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. Dicho plan podrá incluir, entre otros elementos, una modificación de la organización de la corporación local.

Una vez aprobado por el pleno, se remitirá al órgano competente del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, por vía telemática, el cual realizará una valoración del plan de ajuste, y se la comunicará a la entidad local en un plazo de 30 días naturales a contar desde la recepción del plan. Transcurrido dicho plazo sin comunicación de la citada valoración, esta se considerará desfavorable.

MECANISMO EXTRAORDINARIO DE FINANCIACIÓN

En caso de que sea favorable, se entenderá autorizado el plan de ajuste, poniéndose en funcionamiento el mecanismo de financiación, que se concretará de forma inminente mediante Acuerdo de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. Dicho mecanismo podrá desarrollarse en fases temporales sucesivas, que no excederán de este año. Como criterios para la prioridad en el pago de las obligaciones, pueden establecerse, entre otros, los siguientes: 1) descuento ofertado sobre el importe del principal de la obligación pendiente de pago; 2) que se trate de una obligación pendiente de pago cuya exigibilidad se haya instado ante los Tribunales de Justicia antes del 1 de enero de 2012, y 3) la antigüedad de la obligación pendiente de pago. No obstante, en nota de prensa de 8 de marzo de 2012, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas rectificó estos criterios, de manera que la antigüedad de la deuda pasa a tener preferencia en el cobro. Además, descarta la posibilidad de quitas obligatorias.

Para financiar las obligaciones de pago abonadas, las Entidades Locales concertarán una operación de endeudamiento a largo plazo cuyas condiciones financieras serán fijadas por la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. Dicha operación podría conllevar la cesión al Estado de los derechos de la entidad local en su participación en los tributos del Estado en la cantidad necesaria para hacer frente a la amortización de dichas obligaciones de pago, sin que pueda afectar al cumplimiento de las demás obligaciones derivadas de las operaciones de endeudamiento financiero contempladas en el plan de ajuste.

La generación de remanente de tesorería negativo para gastos generales en el período de amortización de la operación de endeudamiento comportará la prohibición de realizar inversiones nuevas en el ejercicio siguiente financiadas con endeudamiento (sean estas materiales, inmateriales o financieras, directas, o indirectas a través de subvenciones concedidas a entidades dependientes).

En caso de que las Entidades Locales no concierten la operación de endeudamiento citada, o en caso de que la hayan concertado e incumplan con las obligaciones de pago derivadas de la misma, el órgano competente del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas u organismo público competente efectuará las retenciones que procedan con cargo a las órdenes de pago que se emitan para satisfacer su participación en los tributos del Estado, sin que pueda afectar al cumplimiento de las demás obligaciones derivadas de las operaciones de endeudamiento financiero contempladas en el plan de ajuste.

Por otro lado, se establece un seguimiento del plan de ajuste en el que las Entidades Locales que concierten las operaciones de endeudamiento deberán presentar anualmente al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas un informe sobre la ejecución de los planes de ajuste. En algunas de las Entidades, el informe tendrá periodicidad trimestral.

Con el fin de garantizar el reembolso de las cantidades derivadas de las operaciones de endeudamiento concertadas, las Entidades Locales podrán ser sometidas a actuaciones de control por parte de la Intervención General de la Administración del Estado.

FONDO PARA LA FINANCIACIÓN DE LOS PAGOS A PROVEEDORES

Este Fondo se constituye como entidad de derecho público, adscrito al Ministerio de Economía y Competitividad a través de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, y estará bajo la tutela del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, del que dependerá funcionalmente.

Se dota con una aportación de 35.000 millones de euros con cargo a los Presupuestos Generales del Estado para el año 2011. Está habilitado para la captación de financiación mediante la concertación en los mercados de capitales de toda clase de operaciones de endeudamiento, las cuales contarán con la garantía del Estado.

La administración, gestión y dirección del Fondo corresponderá a un Consejo Rector, integrado por representantes de la Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos, de la Secretaría de Estado de Administraciones Públicas, de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, y de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Igualmente, formarán parte del Consejo Rector, con voz pero sin voto, un representante de la Abogacía General del Estado y otro de la Intervención General de la Administración del Estado.

El Consejo Rector tendrá, entre otras, las siguientes funciones: 1) establecer las directrices de gestión; 2) efectuar el seguimiento y evaluación de la actividad del Fondo; 3) decidir la aplicación de los rendimientos obtenidos; 4) aprobar el proyecto de presupuestos de explotación y capital, 5) formular y aprobar las cuentas anuales, y 6) adoptar los acuerdos pertinentes, incluida la contratación de servicios con entidades públicas o privadas, para dotar al Fondo de cuantos medios materiales y personales sean necesarios.

El Fondo concertará operaciones de crédito con las Entidades Locales y, en su caso, con las Comunidades Autónomas que se acojan al mecanismo extraordinario de financiación para el pago de sus obligaciones pendientes.

La disposición de la financiación concedida a las Administraciones Territoriales se hará mediante el pago directo a los proveedores, subrogándose el Fondo en los derechos que a aquel le correspondieran frente a dichas Administraciones Territoriales por el importe efectivamente satisfecho.

Las operaciones de crédito que concierten las Entidades Locales estarán garantizadas por las retenciones previstas el Real Decreto Ley 4/2012. En caso de que la entidad local no hubiera concertado la operación de endeudamiento, la retención compensará los gastos y costes financieros incurridos.

Finalmente, las deudas que el Fondo contraiga para la captación de fondos tendrán el mismo régimen fiscal que la deuda del Estado, tanto para residentes como para no residentes.

El Real Decreto Ley 4/2012 y el Real Decreto Ley 7/2012 entraron en vigor el 26 de febrero y el 11 de marzo, respectivamente.

**Sociedades de capital:
simplificación
de las obligaciones de
información
y de documentación
de las fusiones
y de las escisiones**

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 9/2012, de 16 de marzo* (BOE del 17), sobre simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital, por el que se modifican el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Su finalidad es transponer al Derecho español la Directiva 2009/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, 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.

Como novedades más significativas cabe reseñar las siguientes.

**LA PÁGINA WEB
Y LAS COMUNICACIONES
ELECTRÓNICAS**

Se potencian la página web y las comunicaciones electrónicas, con el propósito de facilitar el funcionamiento de las sociedades mercantiles y de posibilitar un mayor ahorro de costes. Cabe reseñar que la creación de la página web se hace obligatoria en las sociedades cotizadas, y continúa siendo optativa para el resto de las sociedades de capital.

El acuerdo de creación de la página web, así como su modificación, traslado o supresión se hará constar en el Registro Mercantil competente y será publicado en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* (BORM). La sociedad garantizará la seguridad de la página web, la autenticidad de los documentos publicados, así como el acceso gratuito a la misma con posibilidad de descarga e impresión de lo insertado en ella.

Las comunicaciones entre la sociedad y el socio, incluidas la remisión de documentos y la información, podrán realizarse por medios electrónicos cuando el socio lo hubiera aceptado expresamente.

**MODIFICACIONES EN RELACIÓN
CON LAS FUSIONES
DE SOCIEDADES MERCANTILES**

Si en la fusión participan una o varias sociedades anónimas cotizadas cuyos valores estén ya admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, el balance de fusión podrá ser sustituido por el informe financiero semestral de cada una de ellas, siempre que dicho informe hubiera sido cerrado y hecho público dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión. El informe se pondrá a disposición de los accionistas en la misma forma que la establecida para el balance de fusión.

En caso de que las sociedades que se fusionan dispongan de página web, los administradores están obligados a insertar el proyecto común de fusión en la misma, que se publicará de forma gratuita en el BORM, con indicación de la página web en que figura. Se

mantendrá hasta que finalice el plazo para el ejercicio por los acreedores del derecho de oposición a la fusión. De igual modo, se deberá insertar en ella la convocatoria de las juntas de socios que hayan de resolver sobre la fusión o de la comunicación individual de ese anuncio a los socios, junto con la documentación aneja a la misma, reflejada en la normativa anterior³³.

Por otro lado, se reduce sustancialmente el informe de los expertos independientes sobre el proyecto de fusión en los siguientes casos: 1) cuando así lo hayan acordado unánimemente los socios con derecho de voto de todas las sociedades que participen en la fusión, y 2) cuando la sociedad absorbente fuera titular de forma directa o indirecta de todas las acciones o participaciones en que se divida el capital social de la sociedad o sociedades absorbidas. En estas situaciones, el informe se limitará a manifestar la opinión sobre si el patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen es igual, al menos, al capital de la nueva sociedad o al importe del aumento del capital de la sociedad absorbente.

Se garantiza el derecho de oposición de los acreedores a la fusión en relación con los créditos existentes antes del depósito del proyecto de fusión en el Registro Mercantil, o, ahora, en su caso, de la fecha de inserción de dicho proyecto en la página web de las respectivas sociedades. Si la fusión se hubiera llevado a efecto a pesar del ejercicio, en tiempo y forma, del derecho de oposición por un acreedor legítimo, sin que la sociedad deudora presente una garantía o la prestación de fianza solidaria a su favor, el acreedor podrá solicitar del Registro Mercantil en que se haya inscrito la fusión que, por nota al margen de la inscripción practicada, se haga constar el ejercicio de ese derecho. De esta forma, se permite que, dentro de los seis meses siguientes a la fecha de esta nota marginal, pueda presentar demanda ante el Juzgado de lo Mercantil contra la sociedad absorbente o contra la nueva sociedad solicitando la prestación de garantía del pago del crédito.

MODIFICACIONES EN RELACIÓN CON LAS ESCISIONES DE SOCIEDADES MERCANTILES

Como novedad más relevante, cabe reseñar la simplificación de los trámites en el caso de escisión por constitución de nuevas sociedades. Así, no serán necesarios el informe de los administradores sobre el proyecto de escisión, ni el informe de expertos independientes, así como tampoco el balance de escisión, si las acciones, participaciones o cuotas de cada una de las nuevas sociedades se atribuyen a los socios de la sociedad que se escinde proporcionalmente a los derechos que tenían en el capital de esta.

VALORACIÓN DE LAS APORTACIONES NO DINERARIAS EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

Se amplían a tres nuevos casos en los que no resulta necesario el informe elaborado por expertos independientes para valorar las aportaciones no dinerarias en la constitución o en los aumentos de capital de las sociedades anónimas. Son los siguientes: 1) cuando en la constitución de una nueva sociedad por fusión o escisión se haya elaborado un informe por experto independiente sobre el proyecto de fusión o escisión; 2) cuando el aumento del capital social se realice con la finalidad de entregar las nuevas acciones o participaciones sociales a los socios de la sociedad absorbida o escindida y se hubiera elaborado un informe de experto independiente sobre el proyecto de fusión o escisión, y 3) cuando el aumento del capital social se realice con la finalidad de entregar las nuevas acciones a los socios de la entidad que sea objeto de una oferta pública de adquisición de acciones.

³³ Entre otra, el proyecto común de fusión o, en su caso, los informes de los administradores de cada una de las sociedades sobre el proyecto de fusión; los informes de los expertos independientes; las cuentas anuales y los informes de gestión de los tres últimos ejercicios; el balance de fusión de cada una de las sociedades, etc.

Finalmente, el Real Decreto Ley introduce ciertas modificaciones en la redacción de las normas relativas al derecho de separación de los socios en los casos de fusión transfronteriza, y de traslado al extranjero del domicilio social.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 18 de marzo.

31.3.2012.

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 2008 = 100.
Componentes de la demanda. España y zona del euro 4*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.
Componentes de la demanda. España: detalle 5*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.
Ramas de actividad. España 6*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 7*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

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

Demanda nacional y actividad

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

MERCADO DE TRABAJO

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

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	30*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	31*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro. Base 2005=100	32*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	33*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	34*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España ¹	35*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España ¹	36*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente ¹ (BE)	37*
	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)	38*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	39*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	40*
	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	41*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	42*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones ¹ (BE)	43*
	7.8	Activos de reserva de España ¹ (BE)	44*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	45*
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)	46*
	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)	47*
	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)	48*
	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)	49*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	50*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
	8.8	Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	53*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	54*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	55*

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 56*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 57*
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 58*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo¹ (BE) 59*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)¹ (BE) 60*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 61*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 62*

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

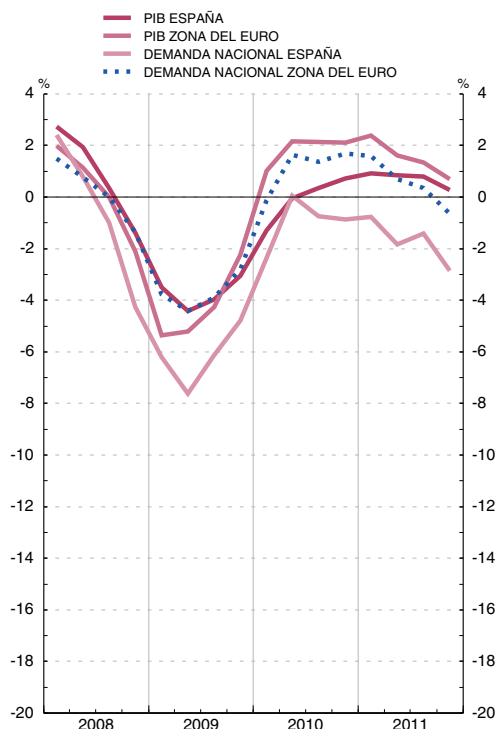
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

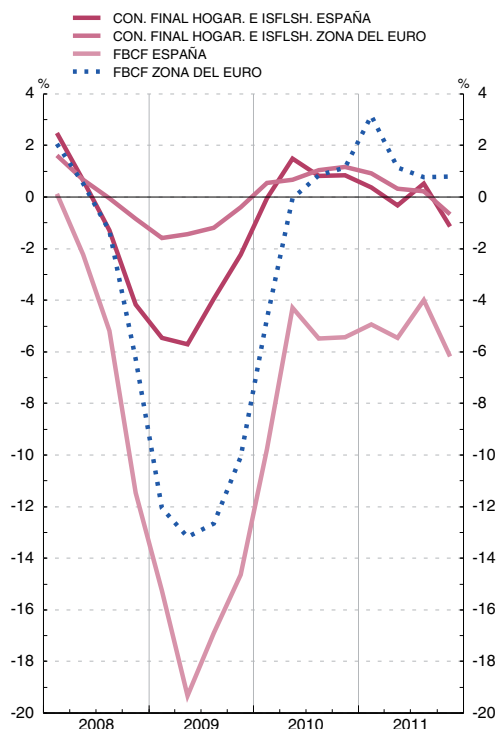
Tasas de variación interanual

		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 (b)	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
09	P	-3,7	-4,3	-4,3	-1,1	3,7	2,6	-16,6	-12,0	-6,2	-3,7	-10,4	-12,6	-17,2	-11,5	1 048	8 921
10	P	-0,1	1,9	0,8	0,9	0,2	0,5	-6,3	-0,7	-1,0	1,1	13,5	11,1	8,9	9,4	1 051	9 151
11	P	0,7	1,5	-0,1	0,2	-2,2	-0,0	-5,1	1,5	-1,7	0,5	9,0	6,4	-0,1	4,0	1 073	9 410
09 /	P	-3,5	-5,3	-5,5	-1,6	5,7	2,7	-15,3	-12,1	-6,2	-3,8	-16,1	-16,3	-22,3	-12,9	265	2 225
II	P	-4,4	-5,2	-5,7	-1,4	4,6	2,6	-19,3	-13,2	-7,6	-4,4	-15,2	-16,3	-23,3	-14,8	262	2 221
III	P	-4,0	-4,3	-3,9	-1,2	3,3	2,6	-16,9	-12,6	-6,1	-3,9	-9,1	-12,6	-15,2	-11,9	261	2 232
IV	P	-3,1	-2,2	-2,2	-0,4	1,4	2,4	-14,6	-10,1	-4,8	-2,8	-0,4	-5,0	-6,7	-6,4	260	2 242
10 /	P	-1,3	1,0	-0,0	0,5	0,6	1,2	-9,8	-4,7	-2,3	-0,1	11,9	7,3	6,3	4,3	261	2 257
II	P	-0,0	2,2	1,5	0,7	1,0	0,7	-4,3	-0,1	0,1	1,6	15,3	13,0	14,5	11,9	262	2 284
III	P	0,4	2,1	0,8	1,0	0,2	0,3	-5,5	0,8	-0,7	1,4	11,8	12,1	7,0	10,4	263	2 300
IV	P	0,7	2,1	0,8	1,2	-0,9	-0,2	-5,4	1,1	-0,9	1,7	14,9	11,8	8,0	11,1	265	2 310
11 /	P	0,9	2,4	0,4	0,9	0,6	0,3	-4,9	3,2	-0,8	1,6	13,1	9,9	6,0	8,1	267	2 338
II	P	0,8	1,6	-0,3	0,3	-2,1	0,1	-5,4	1,1	-1,8	0,7	8,8	6,4	-1,3	4,2	268	2 351
III	P	0,8	1,3	0,5	0,2	-3,6	-0,1	-4,0	0,8	-1,4	0,4	9,2	5,6	0,9	3,3	269	2 362
IV	P	0,3	0,7	-1,1	-0,7	-3,6	-0,4	-6,2	0,8	-2,9	-0,6	5,2	3,6	-5,9	0,4	269	2 359

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 2008) 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.

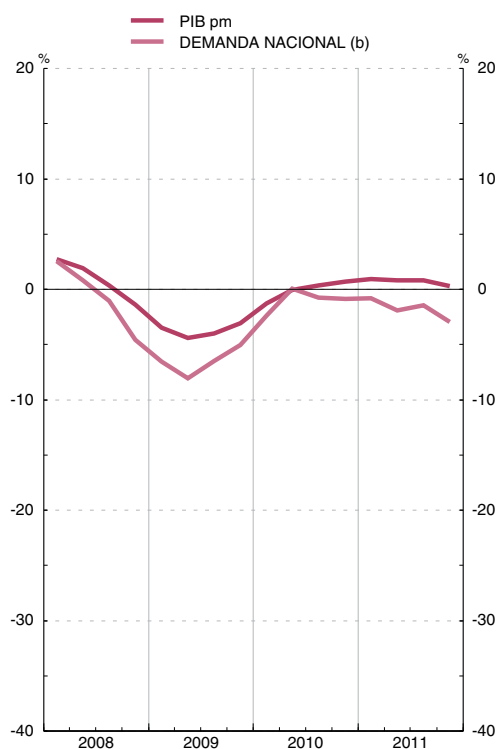
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

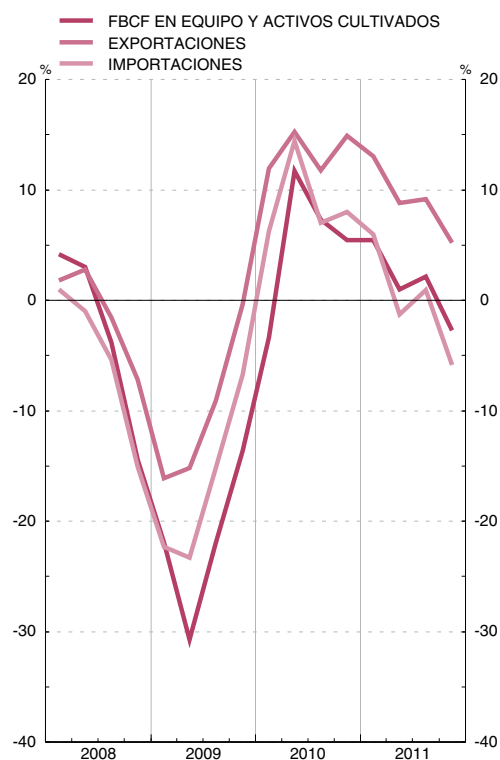
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Activos fijos materiales			Activos fijos inmateriales		Total	Bienes	Servicios	Del cual	Total	Bienes	Servicios	Del cual	Demanda nacional (b) (c)	PIB
			Total	Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados													Consumo final de no residentes en territorio económico	Consumo final de residentes en el resto del mundo
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
09	P	-16,6	-17,2	-15,4	-22,3	-3,9	-0,0	-10,4	-10,8	-9,6	-9,6	-17,2	-18,6	-12,0	-13,3	-6,5	-3,7
10	P	-6,3	-6,4	-10,1	5,1	-4,8	0,0	13,5	13,9	12,6	2,6	8,9	11,3	1,1	0,4	-1,0	-0,1
11	P	-5,1	-5,4	-8,1	1,4	0,0	-0,0	9,0	9,5	7,8	6,4	-0,1	0,6	-2,9	-4,6	-1,8	0,7
09 /	P	-15,3	-15,8	-13,7	-21,9	-2,9	0,0	-16,1	-20,6	-6,9	-11,9	-22,3	-24,8	-12,3	-18,6	-6,6	-3,5
II	P	-19,3	-20,0	-16,1	-30,7	-5,9	-0,0	-15,2	-17,1	-11,2	-11,1	-23,3	-25,7	-14,1	-14,5	-8,0	-4,4
III	P	-16,9	-17,6	-16,0	-22,0	-3,2	-0,1	-9,1	-8,5	-10,3	-9,9	-15,2	-16,3	-11,1	-11,9	-6,5	-4,0
IV	P	-14,6	-15,2	-15,8	-13,6	-3,6	-0,0	-0,4	4,9	-10,2	-5,2	-6,7	-5,6	-10,6	-7,1	-5,1	-3,1
10 /	P	-9,8	-10,0	-12,2	-3,4	-5,4	-0,0	11,9	14,9	6,5	-0,9	6,3	7,8	1,3	-1,3	-2,4	-1,3
II	P	-4,3	-4,5	-9,4	11,7	-0,5	0,0	15,3	16,0	13,8	1,0	14,5	17,8	3,9	0,1	0,1	-0,0
III	P	-5,5	-5,4	-9,5	7,3	-7,8	0,0	11,8	10,8	13,9	5,4	7,0	9,6	-1,2	2,4	-0,7	0,4
IV	P	-5,4	-5,4	-9,3	5,4	-5,4	0,1	14,9	14,3	16,4	4,9	8,0	10,4	0,4	0,3	-0,9	0,7
11 /	P	-4,9	-5,3	-9,2	5,5	1,5	0,0	13,1	17,0	5,5	6,0	6,0	8,3	-1,8	-2,8	-0,8	0,9
II	P	-5,4	-5,6	-8,1	1,0	-3,1	-0,0	8,8	9,6	7,4	8,3	-1,3	-0,2	-5,3	-5,7	-1,9	0,8
III	P	-4,0	-4,3	-7,0	2,2	2,0	-0,1	9,2	9,5	8,2	6,3	0,9	1,4	-1,0	-5,6	-1,4	0,8
IV	P	-6,2	-6,5	-8,2	-2,7	-0,3	-0,1	5,2	2,9	10,1	5,1	-5,9	-6,6	-3,3	-4,3	-2,9	0,3

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

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.

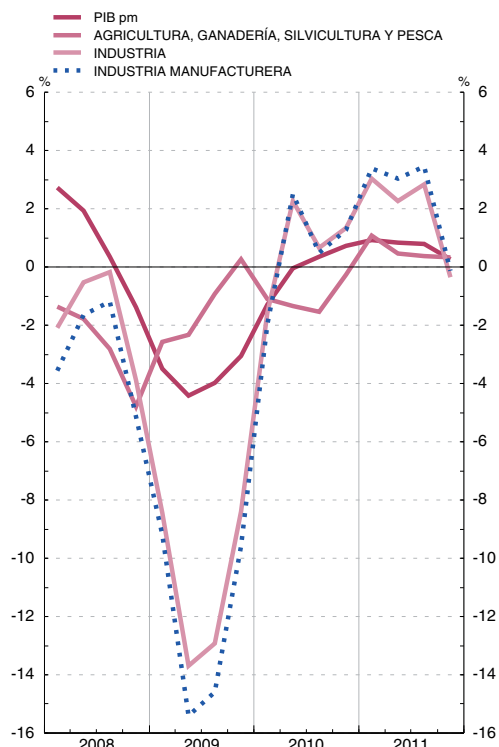
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

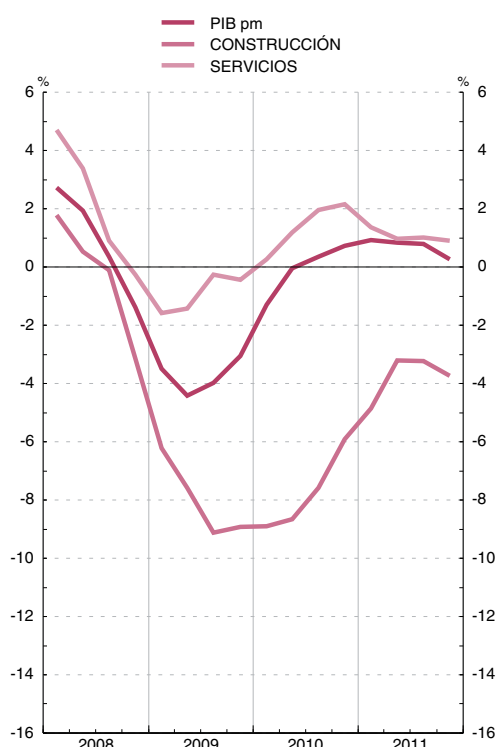
Tasas de variación interanual

		Producto interior bruto a precios de mercado	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Industria		Construcción	Servicios								Impuestos netos sobre los productos
				Total	Industria manufac- turera		Total	Comercio, transporte y hos- telería	Informa- ción y comuni- caciones	Activa- danzas financie- ras y de seguros	Activa- danzas inmo- biliarias	Activa- danzas profesio- nales	Adminis- tración Pública, Sanidad y Educación	Actividades de artísti- cas, recre- ativas y otros ser- vicios	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
09	P	-3,7	-1,4	-10,9	-12,2	-8,0	-0,9	-2,4	-1,2	-3,8	-1,0	-3,1	2,9	-0,3	-5,4
10	P	-0,1	-1,1	0,6	0,5	-7,8	1,4	0,9	1,2	6,6	1,5	0,4	1,6	-3,2	-1,2
11	P	0,7	0,6	1,9	2,4	-3,8	1,1	1,5	0,7	-1,0	1,1	2,5	1,0	-1,8	1,7
09 /	P	-3,5	-2,6	-8,4	-9,2	-6,2	-1,6	-3,8	-1,9	-3,0	-2,4	-3,0	3,2	-1,6	-4,6
II	P	-4,4	-2,3	-13,7	-15,4	-7,6	-1,4	-3,4	-2,0	-5,4	-1,3	-3,6	3,5	-0,5	-5,1
III	P	-4,0	-0,9	-12,9	-14,6	-9,1	-0,3	-2,1	-1,8	0,0	-0,4	-2,7	3,3	1,3	-7,1
IV	P	-3,1	0,3	-8,4	-9,6	-8,9	-0,4	-0,1	0,8	-6,7	-0,1	-3,0	1,7	-0,3	-4,8
10 /	P	-1,3	-1,1	-1,6	-2,0	-8,9	0,3	-0,5	-0,9	1,8	0,0	-0,2	1,4	-1,9	-1,1
II	P	-0,0	-1,3	2,3	2,5	-8,7	1,2	1,1	2,7	6,4	0,6	0,0	0,6	-2,6	-0,6
III	P	0,4	-1,5	0,6	0,5	-7,6	2,0	1,5	2,2	10,0	0,9	0,7	2,0	-3,4	-0,9
IV	P	0,7	-0,3	1,3	1,3	-5,9	2,2	1,4	0,7	8,9	4,4	1,3	2,6	-4,8	-2,2
11 /	P	0,9	1,1	3,0	3,4	-4,9	1,4	2,7	1,2	-4,7	2,6	3,1	1,2	-3,1	1,2
II	P	0,8	0,5	2,3	3,0	-3,2	1,0	2,0	-0,4	-2,3	1,0	1,7	1,4	-3,8	2,5
III	P	0,8	0,4	2,8	3,4	-3,2	1,0	0,9	0,9	-0,1	1,3	2,8	1,0	-1,1	1,3
IV	P	0,3	0,3	-0,4	-0,1	-3,7	0,9	0,3	1,1	3,5	-0,3	2,6	0,3	0,7	2,0

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

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

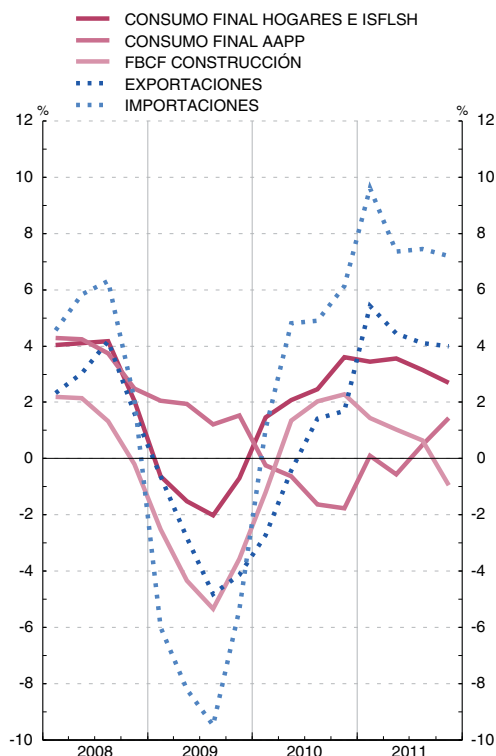
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

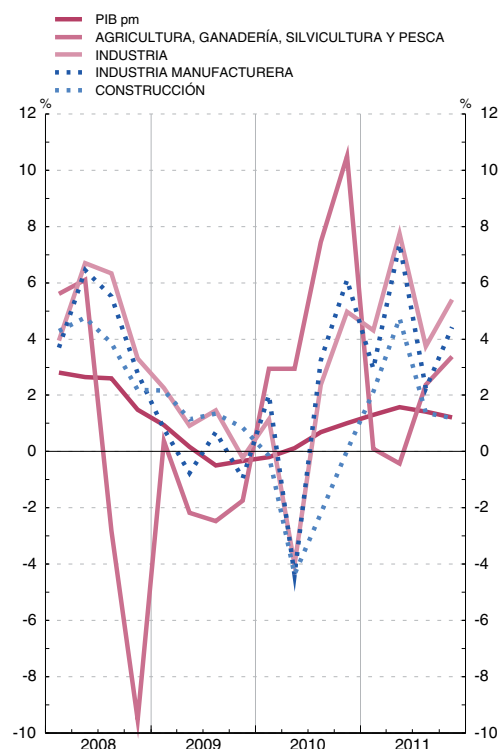
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda								Produc- to in- terior bruto a precios de mer- cado	Ramas de actividad											
		Consu- mo final de los hogar- es y de las ISFLSH (b)	Consu- mo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Expor- tación de bienes y ser- vicios	Impor- tación de bienes y ser- vicios	Agricul- tura, ganade- ría,sil- vicultu- ra y pesca		Industria		Cons- truc- ción	Servicios								
				Total	Activos fijos materiales						Acti- vos fijos inma- teria- les	Total		Indus- tria manu- factu- rera	Total	Comer- cio, trans- porte y hoste- lería	Infor- mación y comu- nica- ciones	Acti- vidas finan- cieras y de seguros	Acti- vidas inmo- biliarias	Acti- vidas profesio- nales	Admi- nistración pública, sa- nidad y edu- cación	Acti- vidades artis- ticas, recrea- tivas y otros servi- cios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21		
09	P	-1,2	1,7	-3,4	-3,9	-2,5	-0,3	-3,1	-7,3	0,1	-1,5	1,1	-0,1	1,4	1,4	1,5	-0,0	10,1	-8,2	0,7	2,8	1,4
10	P	2,4	-1,1	2,0	1,1	4,4	2,1	0,0	4,3	0,4	5,9	1,1	1,7	-1,7	-1,9	0,7	-6,7	-29,4	13,2	-0,4	-1,2	0,9
11	P	3,2	0,4	2,0	0,6	5,2	1,6	4,5	7,8	1,4	1,4	5,2	4,2	2,3	1,1	3,2	-0,8	-5,4	4,5	1,1	-1,2	2,2
09 /	P	-0,6	2,1	-2,3	-2,5	-2,0	-0,2	-0,6	-6,0	0,9	0,4	2,3	0,8	2,2	2,4	3,3	0,5	11,9	-8,0	2,4	3,0	1,8
II	P	-1,5	1,9	-3,8	-4,3	-3,0	0,0	-2,8	-8,2	0,2	-2,2	0,9	-0,8	1,1	1,4	1,4	0,2	13,1	-10,0	0,7	3,1	0,6
III	P	-2,0	1,2	-4,7	-5,3	-3,8	-0,2	-4,8	-9,5	-0,5	-2,5	1,5	0,7	1,3	1,5	1,3	2,0	8,2	-5,8	0,6	2,7	2,4
IV	P	-0,7	1,5	-2,9	-3,6	-1,3	-0,7	-4,1	-5,4	-0,3	-1,7	-0,2	-1,0	0,8	0,1	0,2	-2,9	7,3	-9,2	-0,9	2,6	0,7
10 /	P	1,5	-0,2	-0,3	-1,2	1,7	2,3	-2,7	1,0	-0,2	2,9	1,2	2,0	-0,1	-1,0	1,1	-5,7	-27,5	14,5	-0,8	0,7	2,0
II	P	2,1	-0,6	2,1	1,4	4,1	1,8	-0,4	4,8	0,1	3,0	-4,0	-4,4	-4,4	-2,7	-1,1	-8,4	-29,1	10,5	-2,6	0,4	-0,2
III	P	2,4	-1,6	3,0	2,0	5,6	2,0	1,4	4,9	0,7	7,5	2,4	3,2	-2,2	-2,6	0,1	-7,9	-31,5	13,3	0,2	-2,1	-0,7
IV	P	3,6	-1,8	3,4	2,3	6,1	2,2	1,7	6,1	1,0	10,5	5,0	6,1	0,0	-1,2	2,7	-4,5	-29,6	14,4	1,8	-3,9	2,9
11 /	P	3,4	0,1	2,6	1,4	5,8	1,2	5,4	9,6	1,3	0,1	4,3	2,9	2,1	0,5	2,6	-1,4	-13,2	4,4	1,9	-1,2	1,9
II	P	3,5	-0,5	2,4	1,0	5,7	2,0	4,4	7,3	1,6	-0,4	7,7	7,4	4,7	2,0	4,7	0,5	-6,1	8,7	3,1	-2,4	2,4
III	P	3,1	0,5	2,0	0,6	5,1	1,4	4,1	7,5	1,4	2,4	3,7	2,2	1,4	1,0	3,1	-1,1	-1,2	2,3	-0,3	-1,0	1,5
IV	P	2,7	1,5	0,8	-1,0	4,5	1,9	4,0	7,2	1,2	3,4	5,4	4,4	1,2	1,0	2,5	-1,3	-0,9	3,1	-0,1	-0,3	2,7

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

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

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

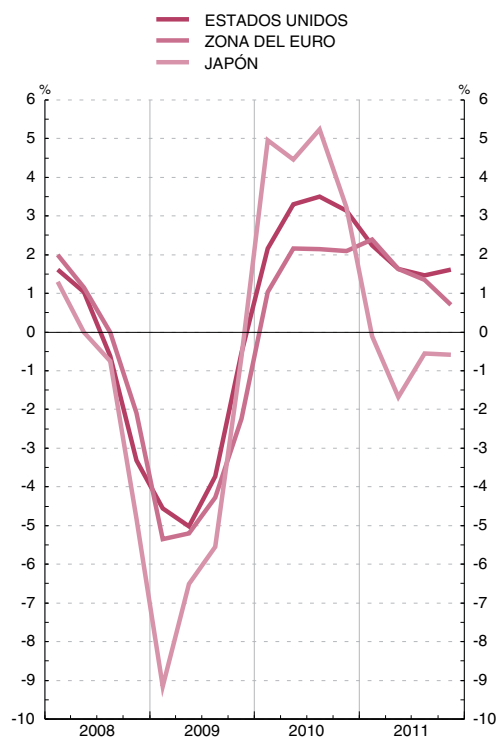
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

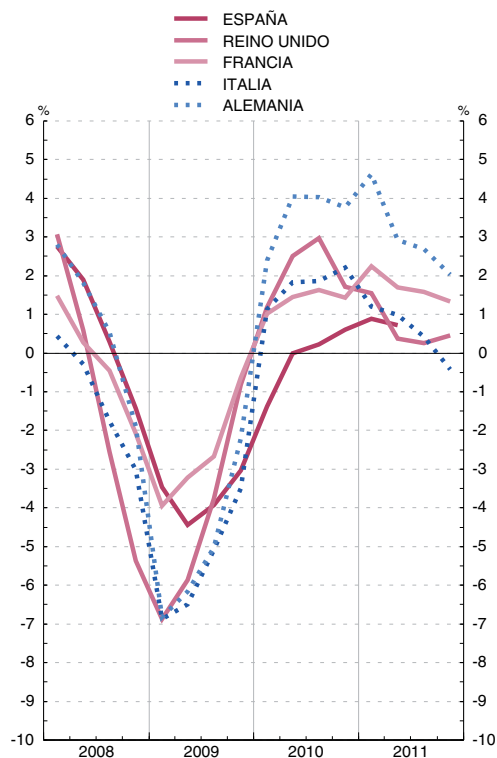
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
09	-3,7	-4,3	-4,3	-5,1	-3,7	-3,5	-2,6	-5,5	-5,5	-4,4
10	3,1	2,0	1,9	3,6	-0,1	3,0	1,4	1,8	4,5	2,1
11	1,9	1,6	1,5	3,1	0,7	1,7	1,7	0,5	-0,7	0,7
08 /V	-2,9	-2,6	-2,1	-1,9	-1,4	-3,3	-2,1	-3,0	-4,8	-5,4
09 /	-5,4	-5,4	-5,3	-6,8	-3,5	-4,5	-3,9	-6,9	-9,2	-6,9
II	-5,0	-5,3	-5,2	-6,2	-4,4	-5,0	-3,2	-6,5	-6,5	-5,9
III	-3,8	-4,3	-4,3	-5,0	-4,0	-3,7	-2,7	-5,1	-5,6	-3,8
IV	-0,7	-2,0	-2,2	-2,2	-3,1	-0,5	-0,6	-3,5	-0,6	-0,8
10 /	2,6	1,0	1,0	2,4	-1,3	2,2	1,0	1,1	5,0	1,2
II	3,5	2,3	2,2	4,1	-0,0	3,3	1,4	1,8	4,5	2,5
III	3,4	2,4	2,1	4,0	0,4	3,5	1,6	1,9	5,2	3,0
IV	3,1	2,3	2,1	3,8	0,7	3,1	1,4	2,2	3,2	1,7
11 /	2,5	2,4	2,4	4,6	0,9	2,2	2,3	1,2	-0,1	1,5
II	1,7	1,6	1,6	2,9	0,8	1,6	1,7	1,0	-1,7	0,4
III	1,7	1,4	1,3	2,7	0,8	1,5	1,6	0,4	-0,5	0,3
IV	...	0,8	0,7	2,0	0,3	1,6	1,3	-0,4	-0,6	0,5

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

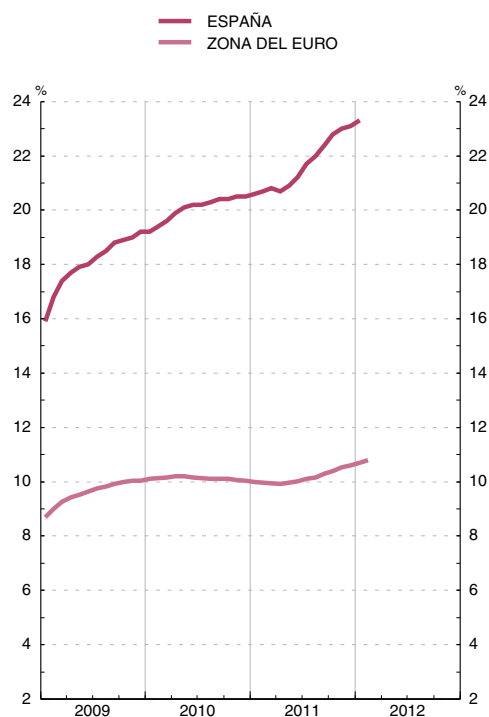
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

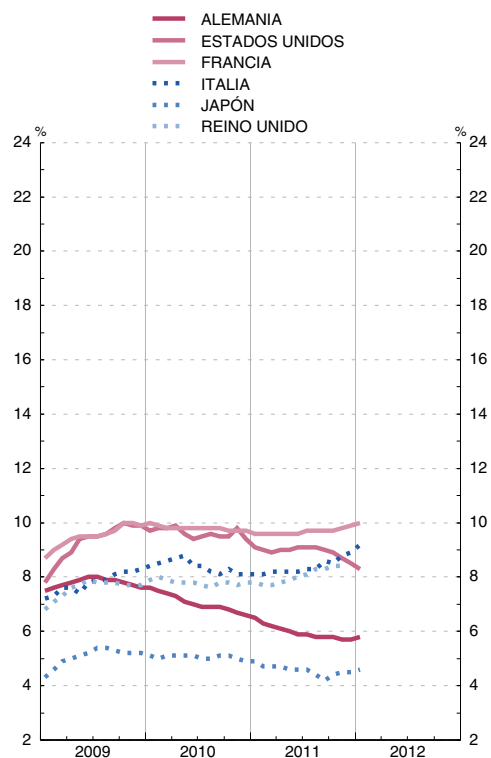
Porcentajes

	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
09	8,4	9,0	9,6	7,8	18,0	9,3	9,5	7,8	5,1	7,6
10	8,6	9,7	10,1	7,1	20,1	9,6	9,8	8,4	5,1	7,8
11	8,2	9,7	10,2	6,0	21,7	8,9	9,7	8,4	4,6	8,0
10 Ago	8,5	9,6	10,1	6,9	20,3	9,6	9,8	8,2	5,0	7,6
Sep	8,5	9,6	10,1	6,9	20,4	9,5	9,8	8,1	5,1	7,8
Oct	8,5	9,6	10,1	6,8	20,4	9,5	9,7	8,3	5,1	7,8
Nov	8,5	9,6	10,1	6,7	20,5	9,8	9,7	8,1	5,0	7,7
Dic	8,4	9,6	10,0	6,6	20,5	9,4	9,7	8,1	4,9	7,8
11 Ene	8,3	9,5	10,0	6,5	20,6	9,1	9,6	8,1	4,9	7,8
Feb	8,2	9,5	10,0	6,3	20,7	9,0	9,6	8,1	4,7	7,7
Mar	8,2	9,5	10,0	6,2	20,8	8,9	9,6	8,2	4,7	7,7
Abr	8,2	9,5	9,9	6,1	20,7	9,0	9,6	8,2	4,7	7,8
May	8,2	9,5	10,0	6,0	20,9	9,0	9,6	8,2	4,6	7,9
Jun	8,3	9,6	10,0	5,9	21,2	9,1	9,6	8,2	4,6	8,0
Jul	8,3	9,6	10,1	5,9	21,7	9,1	9,7	8,3	4,6	8,1
Ago	8,2	9,7	10,2	5,8	22,0	9,1	9,7	8,3	4,4	8,3
Sep	8,2	9,8	10,3	5,8	22,4	9,0	9,7	8,6	4,2	8,3
Oct	8,3	9,9	10,4	5,8	22,8	8,9	9,7	8,5	4,4	8,4
Nov	8,2	10,0	10,5	5,7	23,0	8,7	9,8	8,8	4,5	8,4
Dic	8,2	10,0	10,6	5,7	23,1	8,5	9,9	8,9	4,5	...
12 Ene	8,2	10,1	10,7	5,8	23,3	8,3	10,0	9,2	4,6	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

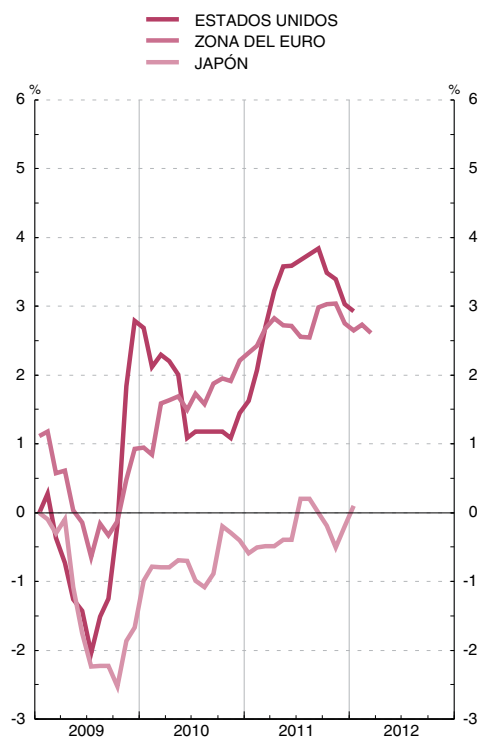
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

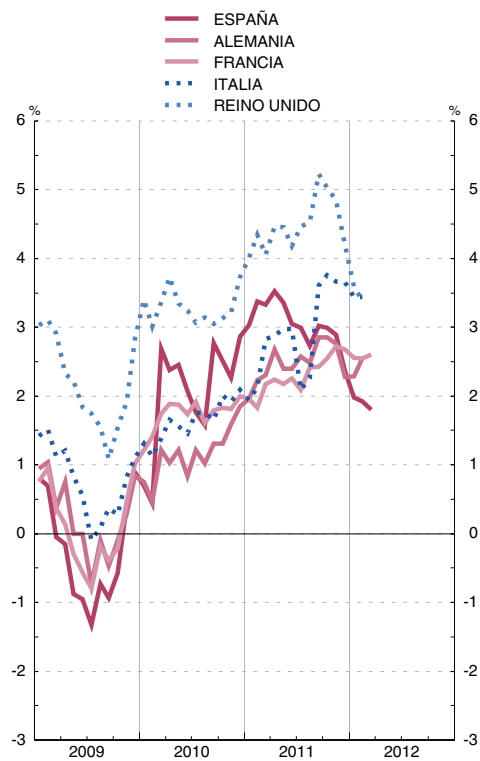
Tasas de variación interanual

	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
09	0,6	1,0	0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,1	0,8	-1,3	2,2
10	1,9	2,1	1,6	1,2	2,0	1,6	1,7	1,6	-0,7	3,3
11	2,9	3,1	2,7	2,5	3,1	3,2	2,3	2,9	-0,3	4,5
10 Oct	1,8	2,3	1,9	1,3	2,5	1,2	1,8	2,0	-0,2	3,1
Nov	1,8	2,3	1,9	1,6	2,3	1,1	1,8	1,9	-0,3	3,2
Dic	2,0	2,7	2,2	1,9	2,9	1,4	2,0	2,1	-0,4	3,7
11 Ene	2,1	2,7	2,3	2,0	3,0	1,6	2,0	1,9	-0,6	4,0
Feb	2,3	2,9	2,4	2,2	3,4	2,1	1,8	2,1	-0,5	4,3
Mar	2,6	3,1	2,7	2,3	3,3	2,7	2,2	2,8	-0,5	4,1
Abr	2,9	3,3	2,8	2,7	3,5	3,2	2,2	2,9	-0,5	4,5
May	3,1	3,2	2,7	2,4	3,4	3,6	2,2	3,0	-0,4	4,5
Jun	3,0	3,1	2,7	2,4	3,0	3,6	2,3	3,0	-0,4	4,2
Jul	3,1	2,9	2,6	2,6	3,0	3,7	2,1	2,1	0,2	4,5
Ago	3,2	3,0	2,5	2,5	2,7	3,8	2,4	2,3	0,2	4,5
Sep	3,2	3,3	3,0	2,9	3,0	3,8	2,4	3,6	-	5,2
Oct	3,1	3,4	3,0	2,9	3,0	3,5	2,5	3,8	-0,2	5,0
Nov	3,1	3,3	3,0	2,8	2,9	3,4	2,7	3,7	-0,5	4,8
Dic	2,9	3,0	2,7	2,3	2,4	3,0	2,7	3,7	-0,2	4,2
12 Ene	2,8	2,9	2,7	2,3	2,0	2,9	2,6	3,4	0,1	3,6
Feb	...	2,9	2,7	2,5	1,9	...	2,5	3,4	...	3,4
Mar	...	...	2,6	...	1,8	...	2,6	...	...	...

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
09	1,3940	130,30	93,57	110,6	80,8	111,7	109,2	88,9	86,1	104,3	92,6	84,9
10	1,3267	116,42	87,78	103,7	78,6	119,9	101,6	86,7	90,2	98,1	93,0	88,0
11	1,3918	111,00	79,74	103,4	74,0	127,5	100,7	82,4	92,8	97,6	90,4	89,3
11 E-M	1,3670	112,51	82,31	102,7	75,1	124,6	100,1	83,2	91,9	97,1	90,1	88,6
12 E-M	1,3107	103,99	79,32	99,5	76,1	131,5	96,7	85,5	98,7	93,3	94,0	93,8
11 Ene	1,3360	110,38	82,63	101,4	76,1	125,5	98,9	84,3	93,0	96,0	90,7	90,0
Feb	1,3649	112,77	82,63	102,4	75,2	124,1	99,7	83,3	91,6	96,9	90,0	88,3
Mar	1,3999	114,40	81,72	104,1	74,0	124,1	101,6	82,0	90,9	98,5	89,6	87,5
Abr	1,4442	120,42	83,39	105,9	72,7	119,6	103,4	80,9	87,2	100,0	88,9	84,1
May	1,4349	116,47	81,17	104,9	72,7	123,1	102,2	81,0	89,5	98,8	89,8	86,1
Jun	1,4388	115,75	80,45	105,0	72,7	124,0	102,3	81,1	90,1	99,0	89,5	86,8
Jul	1,4264	113,26	79,40	104,0	72,3	125,9	101,1	80,9	91,6	98,1	89,2	87,9
Ago	1,4343	110,43	77,00	103,9	72,1	129,4	100,9	80,7	94,2	97,9	88,5	90,4
Sep	1,3770	105,75	76,79	102,8	74,2	132,9	100,0	82,8	96,3	96,8	91,2	92,4
Oct	1,3706	105,06	76,65	103,0	74,8	133,7	100,3	83,1	97,0	97,0	91,5	92,7
Nov	1,3556	105,02	77,47	102,6	75,4	133,0	99,9	83,7	95,8	96,7	92,4	92,0
Dic	1,3179	102,55	77,81	100,8	76,3	134,1	98,1	84,7	96,6	95,0	93,5	92,7
12 Ene	1,2905	99,33	76,97	98,9	76,6	136,5	96,4	85,5	98,7	93,0	94,0	93,8
Feb	1,3224	103,77	78,46	99,6	75,5	132,1	97,1	...	...	93,5	...	...
Mar	1,3201	108,88	82,48	99,8	76,3	125,8	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

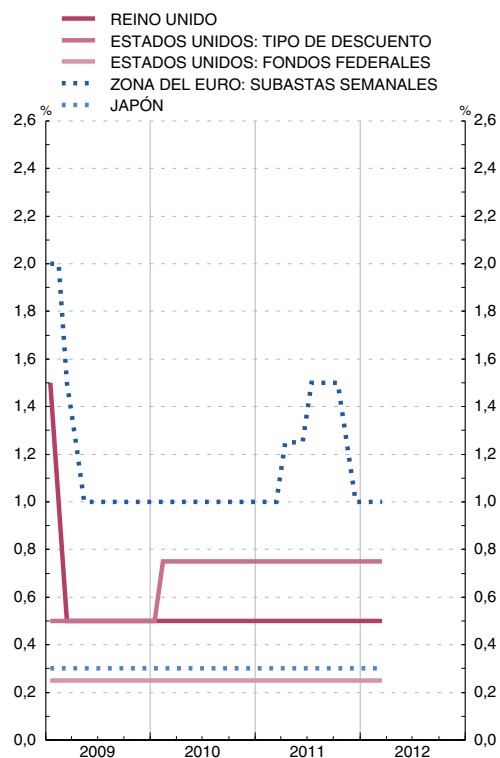
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos Centrales y Tipos de Interés a Corto Plazo en Mercados Nacionales

■ Serie representada gráficamente.

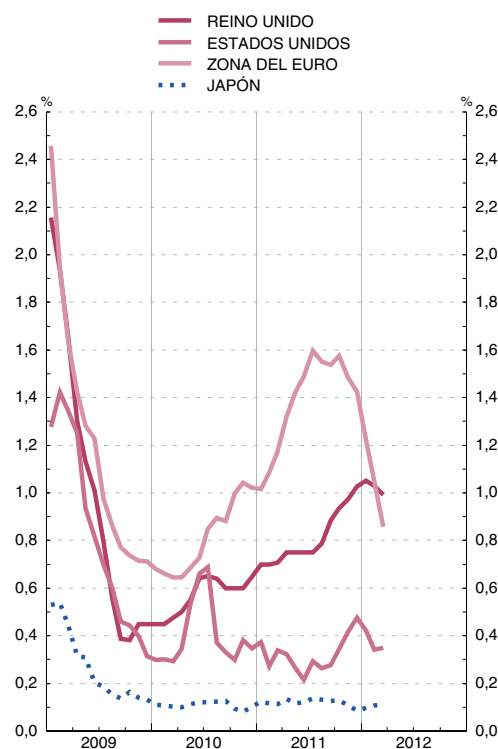
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
09	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,93	1,19	1,22	-	1,23	0,83	-	-	0,27	1,01
10	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,78	0,81	-	0,87	0,40	-	-	0,11	0,57
11	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,81	1,32	1,39	-	1,34	0,32	-	-	0,12	0,81
10 Oct	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,93	1,00	-	0,95	0,30	-	-	0,09	0,60
Nov	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,04	-	1,03	0,38	-	-	0,08	0,60
Dic	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,02	-	1,08	0,35	-	-	0,10	0,65
11 Ene	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,71	0,99	1,02	-	1,03	0,37	-	-	0,12	0,70
Feb	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,68	1,05	1,09	-	1,08	0,27	-	-	0,12	0,70
Mar	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,74	1,13	1,18	-	1,17	0,34	-	-	0,11	0,71
Abr	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,78	1,25	1,32	-	1,31	0,32	-	-	0,14	0,75
May	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,34	1,43	-	1,43	0,26	-	-	0,12	0,75
Jun	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,39	1,49	-	1,49	0,21	-	-	0,12	0,75
Jul	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,86	1,48	1,60	-	-	0,29	-	-	0,14	0,75
Ago	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,83	1,44	1,55	-	1,45	0,26	-	-	0,13	0,79
Sep	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,84	1,46	1,54	-	1,68	0,28	-	-	0,13	0,88
Oct	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,49	1,58	-	-	0,34	-	-	0,13	0,93
Nov	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,42	1,48	-	1,46	0,42	-	-	0,11	0,97
Dic	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,38	1,43	-	-	0,48	-	-	0,09	1,03
12 Ene	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,21	1,22	-	1,16	0,42	-	-	0,10	1,05
Feb	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,71	1,07	1,05	-	1,07	0,34	-	-	0,11	1,03
Mar	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	-	0,91	0,86	-	0,94	0,35	-	-	0,11	0,99

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

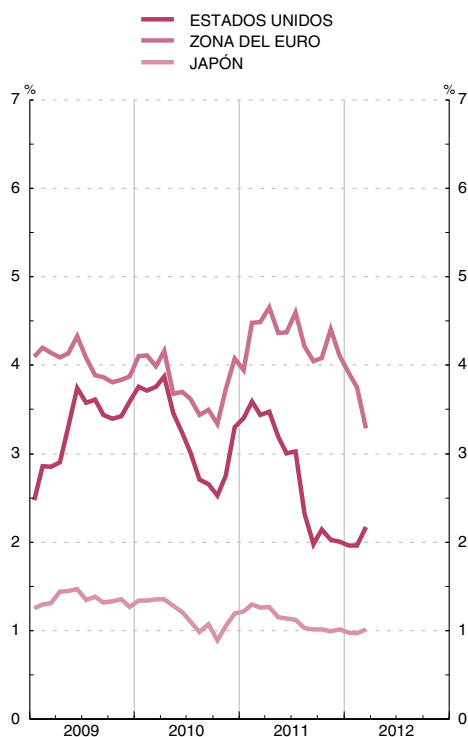
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

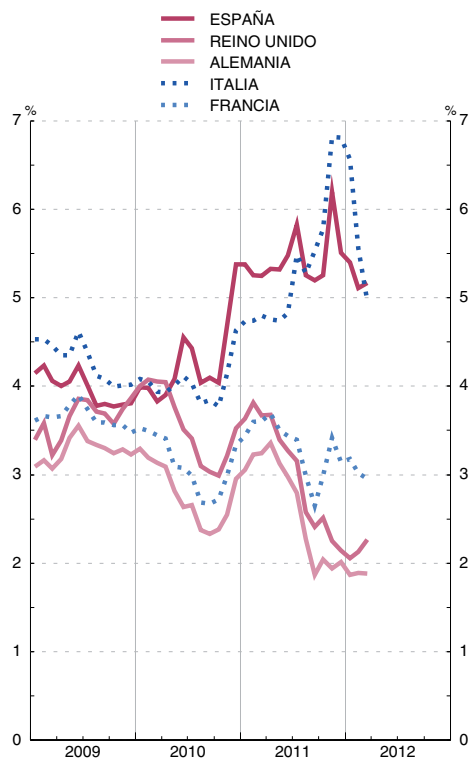
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
09	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63
10	3,05	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56
11	3,03	4,02	4,31	2,66	5,44	2,80	3,32	5,36	1,12	3,04
10 Oct	2,58	3,18	3,34	2,38	4,04	2,52	2,72	3,77	0,89	2,99
Nov	2,83	3,52	3,73	2,55	4,69	2,75	2,99	4,14	1,05	3,22
Dic	3,24	3,92	4,07	2,95	5,37	3,30	3,34	4,63	1,19	3,53
11 Ene	3,32	4,02	3,94	3,05	5,38	3,41	3,44	4,73	1,22	3,63
Feb	3,46	4,13	4,48	3,23	5,26	3,59	3,60	4,74	1,29	3,81
Mar	3,40	4,15	4,49	3,24	5,25	3,44	3,60	4,80	1,26	3,67
Abr	3,46	4,26	4,66	3,36	5,33	3,47	3,69	4,75	1,27	3,68
May	3,28	4,15	4,37	3,13	5,32	3,19	3,50	4,74	1,15	3,40
Jun	3,18	4,14	4,37	2,98	5,48	3,00	3,44	4,82	1,14	3,27
Jul	3,21	4,22	4,59	2,79	5,82	3,03	3,40	5,49	1,12	3,15
Ago	2,70	3,74	4,21	2,27	5,25	2,32	2,99	5,28	1,03	2,57
Sep	2,49	3,58	4,04	1,87	5,20	1,98	2,65	5,53	1,01	2,41
Oct	2,63	3,77	4,09	2,04	5,25	2,14	2,99	5,77	1,01	2,51
Nov	2,68	4,05	4,41	1,94	6,19	2,02	3,42	6,82	0,99	2,25
Dic	2,64	4,00	4,11	2,01	5,50	2,00	3,14	6,81	1,01	2,14
12 Ene	2,62	4,00	3,92	1,87	5,40	1,96	3,18	6,56	0,98	2,05
Feb	2,56	3,83	3,75	1,89	5,11	1,96	3,02	5,56	0,97	2,13
Mar	...	...	3,29	1,88	5,17	2,17	2,96	4,96	1,01	2,26

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

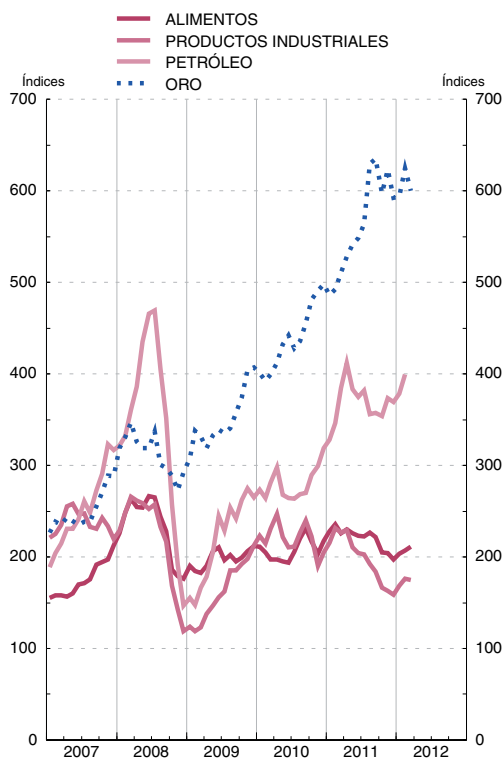
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
11	187,3	209,6	220,3	198,5	239,6	180,9	368,4	112,2	562,6	1 569,5	36,29
11 E-M	206,7	226,9	229,5	224,2	288,4	196,7	353,3	105,6	496,4	1 384,8	32,58
12 E-M	180,4	190,5	207,1	173,1	189,7	166,0	...	119,5	605,7	1 689,7	41,47
11 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	374,9	114,9	548,0	1 528,7	34,15
Jul	185,2	212,7	222,2	202,8	224,2	193,6	382,1	117,3	563,8	1 572,8	35,41
Ago	181,8	209,5	226,3	192,1	215,9	181,8	355,8	111,3	629,4	1 755,8	39,41
Sep	183,5	203,2	221,7	183,9	214,1	171,0	357,1	114,8	635,1	1 771,9	41,36
Oct	170,0	186,3	205,2	166,7	198,3	153,1	353,9	110,9	596,9	1 665,2	39,04
Nov	168,7	184,1	204,4	163,0	183,6	154,1	373,2	111,1	623,4	1 739,0	41,24
Dic	168,6	178,4	197,0	158,9	174,5	152,3	369,3	108,7	592,3	1 652,3	40,18
12 Ene	179,4	186,5	203,6	168,7	183,8	162,3	378,6	111,1	593,7	1 656,1	41,35
Feb	179,8	191,8	206,9	176,2	192,6	169,2	399,2	120,6	624,7	1 742,6	42,37
Mar	181,9	193,2	210,9	174,5	192,8	166,7	...	126,8	600,0	1 673,8	40,75

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.

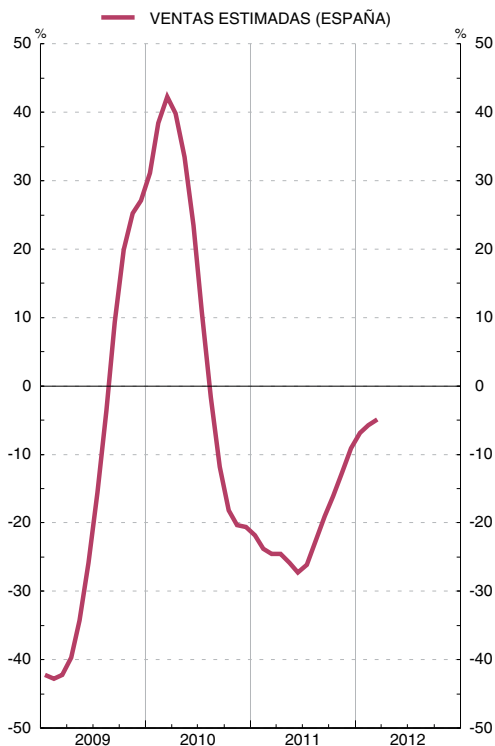
Tasas de variación interanual

	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	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	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unificadas	Pro memoria: zona del euro (a)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
09		-28,2	-26,2	-13,2	-24,6	-24,8	-15,5	-18,1	-10,7	-17,9	4,4	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2	-2,2
10		-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,2	-4,1	3,0	...	3,1	-8,1	-1,6	-0,9	-0,4	-1,6	1,9	-3,1	-2,0	1,3
11	P	-17,1	-13,8	-6,7	-19,8	-14,6	-5,5	-18,3	...	-17,7	-0,8	-5,7	-5,6	-2,8	-7,2	-0,7	-7,2	-7,0	-0,3
11 E-M	P	-19,6	-18,6	-8,9	-21,8	-11,0	-0,9	-27,7	...	-27,3	-2,9	-5,7	-5,7	-3,9	-8,6	-1,4	-5,5	-7,0	0,3
12 E-M	P	-24,6	-20,4	-10,1	-23,0	-20,0	-13,9	-2,2	...	-1,9	...	...	...	...	...	...	...	...	...
11 Abr	P	-21,0	-15,2	-11,0	-21,7	-12,0	-2,0	-24,1	...	-23,3	-0,1	-2,1	-1,5	1,1	0,5	6,4	-3,4	-6,1	1,5
May	P	-15,5	-11,5	-6,2	-18,7	-10,2	-2,5	-24,1	...	-23,3	-1,2	-5,9	-5,8	-3,6	-8,4	-	-8,4	-6,9	-1,6
Jun	P	-11,9	-6,3	-2,9	-16,5	-10,0	-2,7	-31,5	...	-31,4	-3,8	-7,5	-7,4	-2,2	-9,7	0,3	-12,2	-8,8	-0,5
Jul	P	-13,4	-8,1	-2,2	-17,3	-11,5	-3,7	-5,5	...	-4,0	2,2	-6,2	-5,8	-5,7	-5,5	-4,0	-7,0	-6,3	-
Ago	P	-17,0	-14,4	-6,0	-20,3	-16,8	-8,8	3,6	...	5,9	6,1	-3,8	-3,4	-0,9	-3,3	1,7	-6,8	-5,6	0,2
Sep	P	-17,0	-16,1	-6,9	-19,0	-19,3	-9,9	-2,4	...	-1,3	1,3	-5,3	-5,1	-1,4	-4,5	-0,8	-7,1	-6,7	-1,0
Oct	P	-19,6	-16,0	-8,1	-19,3	-20,1	-9,9	-6,9	...	-6,7	-0,6	-7,1	-6,9	-2,7	-10,3	-2,3	-9,0	-7,3	-0,7
Nov	P	-15,4	-12,0	-5,6	-18,4	-20,5	-11,2	-6,9	...	-6,4	-3,3	-7,3	-7,2	-3,9	-9,9	-2,9	-8,5	-8,1	-1,2
Dic	P	-15,3	-9,8	-4,8	-20,4	-21,3	-12,2	-4,2	...	-3,6	-1,1	-6,5	-6,4	-2,4	-9,1	-2,4	-7,0	-7,4	-1,6
12 Ene	P	-20,2	-17,6	-9,5	-24,6	-20,7	-15,5	1,9	...	2,5	-13,3	-4,6	-4,2	-1,1	-8,2	-1,3	-4,3	-4,0	-0,9
Feb	P	-24,7	-19,9	-7,5	-22,2	-20,3	-14,0	-2,7	...	-2,1	-14,8	-3,4	-2,9	0,1	-4,6	2,7	-4,5	-5,5	...
Mar	P	-28,9	-23,8	-13,3	-22,2	-19,1	-12,2	-4,4	...	-4,5	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

a. Índice corregido de efecto calendario.

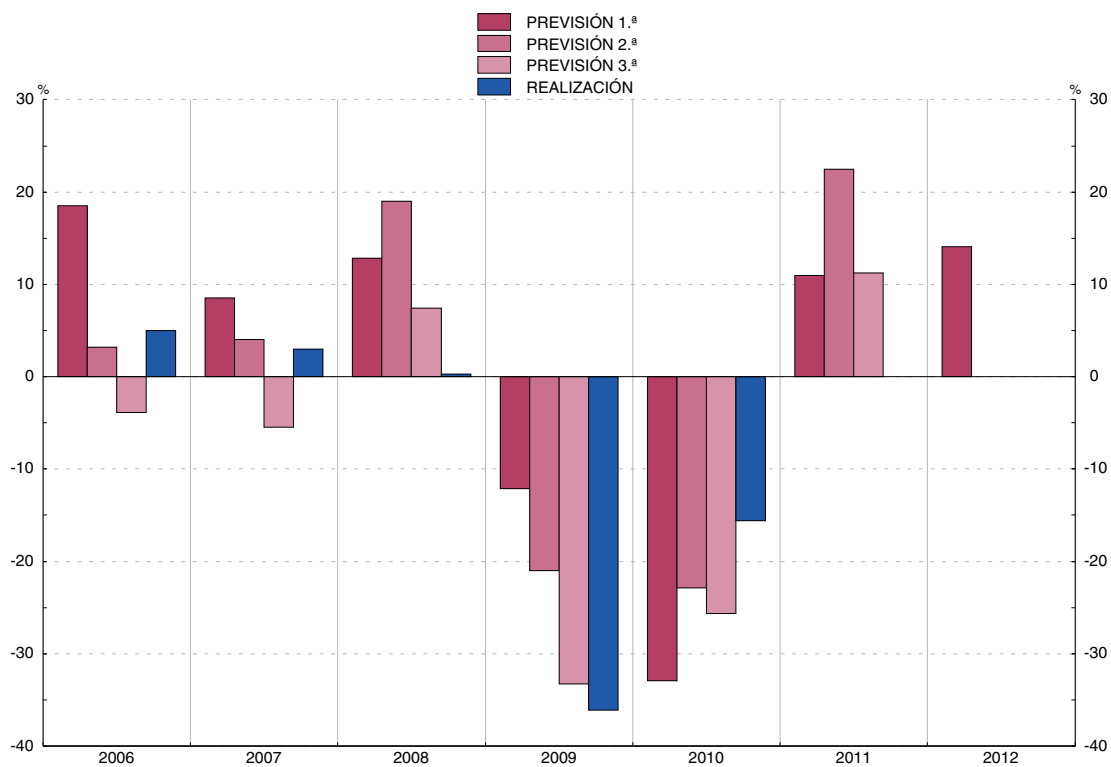
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a
	1	2	3	4
06		5	19	3
07		3	9	4
08		0	13	19
09		-36	-12	-21
10		-16	-33	-23
11		...	11	23
12		...	14	...

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.

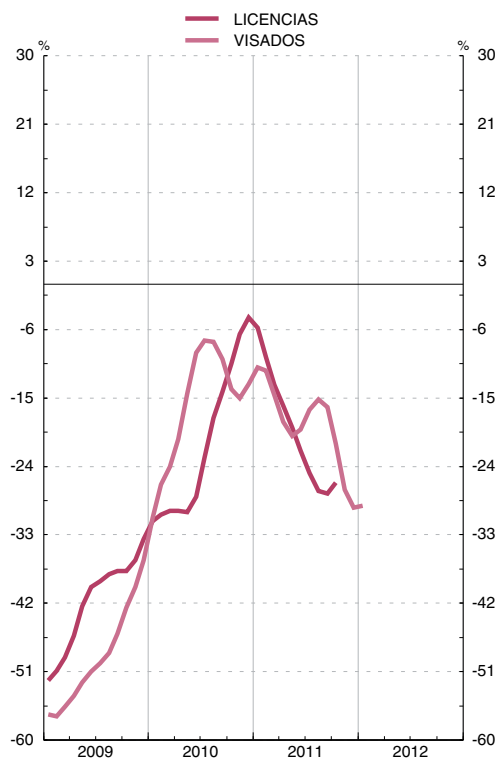
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

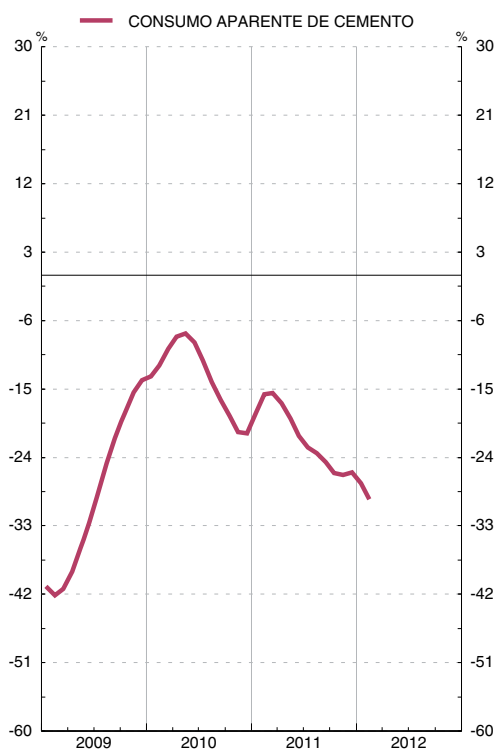
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento
		Total	De la cual		No residencial	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil	
			Residencial	Vivienda		Total	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
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	-38,0	-38,0	-20,3	-38,5	-38,7	-14,6	-45,2	-15,4
11	P	...	...	...	...	-18,6	-13,2	-46,2	-46,2	-56,6	-47,8	-51,0	-58,5	-40,1	-16,6
11 E-F	P	-1,5	1,9	-1,4	-10,4	-5,6	9,0	-36,5	-36,5	-46,0	-51,2	-27,9	-45,2	-29,6	2,3
12 E-F	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-28,0
10 Nov	P	2,0	10,2	2,2	-14,8	-13,2	-13,7	-15,1	-35,2	-27,8	-61,1	347,5	-4,3	-9,3	-22,1
Dic	P	11,1	10,0	11,3	13,7	-15,6	-4,4	-57,3	-38,0	-10,7	-73,4	-66,8	21,0	-65,6	-7,6
11 Ene	P	14,4	22,7	21,8	-8,2	-4,8	13,9	-22,5	-22,5	-27,6	-45,8	30,1	-22,9	-19,1	0,8
Feb	P	-17,7	-19,9	-24,7	-12,4	-6,3	5,0	-45,9	-36,5	-57,6	-58,6	-72,0	-57,4	-37,1	3,7
Mar	P	25,4	17,7	20,7	42,5	-16,2	-23,3	-57,9	-45,5	-66,5	-65,8	-92,6	-66,8	-49,7	-3,1
Abr	P	6,2	-10,0	-11,6	36,9	-22,9	-25,0	-52,1	-47,0	-62,5	33,6	98,4	-71,7	-43,2	-17,1
May	P	2,6	17,2	16,9	-21,0	-21,9	-20,1	1,5	-37,0	-56,3	-64,9	19,5	-54,4	35,6	-10,7
Jun	P	-13,0	-24,2	-21,8	12,4	-20,7	-11,2	-56,3	-40,3	-50,1	3,6	-46,2	-60,6	-58,7	-20,3
Jul	P	-24,1	-30,7	-31,5	-6,6	-19,0	-12,9	-44,2	-40,7	-61,3	-54,2	-38,8	-63,4	-27,9	-26,1
Ago	P	-24,9	-27,4	-28,8	-19,5	-4,6	-9,0	-50,9	-41,9	-47,4	-48,6	-59,5	-47,1	-52,4	-16,7
Sep	P	-37,8	-32,6	-29,9	-49,5	-14,8	4,8	-40,0	-41,8	-43,3	-40,4	-50,5	-44,2	-39,1	-21,1
Oct	P	-18,7	-19,7	-17,3	-16,9	-7,4	-0,7	-66,7	-44,1	-48,4	-13,8	-82,1	-56,2	-78,3	-29,8
Nov	P	...	...	...	...	-41,4	-35,8	-39,7	-43,7	-65,8	-79,8	-85,1	-61,8	-30,2	-29,3
Dic	P	...	...	...	...	-32,6	-30,4	-72,0	-46,2	-71,6	-67,4	-77,9	-72,1	-72,1	-21,9
12 Ene	P	...	...	...	...	-25,5	-30,9	-67,6	-67,6	-65,2	-83,4	-87,7	-61,9	-69,0	-23,3
Feb	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-32,0

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



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



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

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

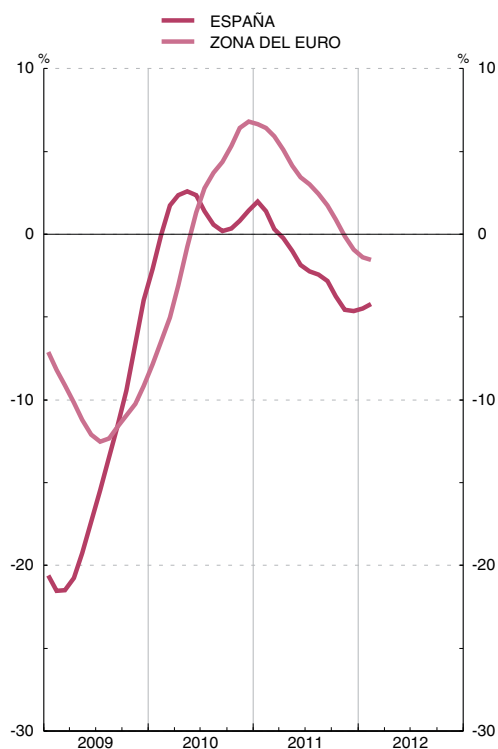
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

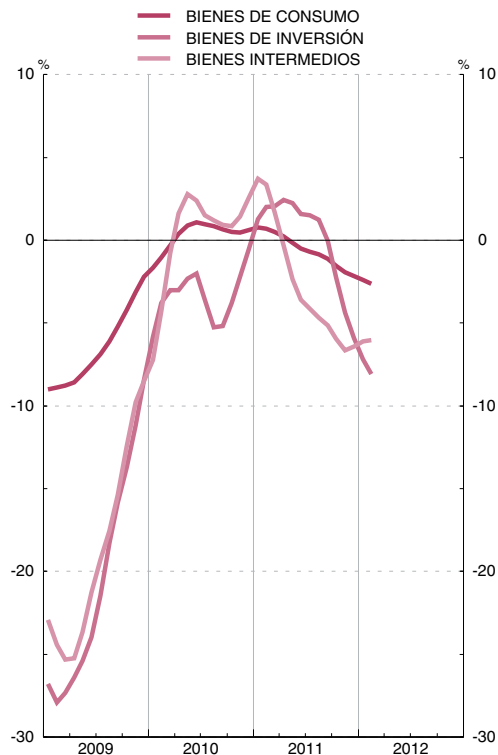
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes					Por ramas de actividad (CNAE 2009)			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía		Extractivas	Manufacturadoras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12									Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9		10	11	12	13	14
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-14,9	-15,9	-5,0	-20,9	-19,2	
10	MP	83,4	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5	4,4	0,6	2,9	7,3	7,7	3,0	9,2	10,0	
11	MP	81,9	-1,8	-1,4	0,3	-2,6	-3,6	-14,6	-1,4	-3,6	3,5	4,7	0,6	8,8	4,3	
11 E-F	MP	82,0	4,1	1,8	5,0	6,8	2,1	-7,6	4,8	0,6	6,8	8,7	1,1	14,0	10,0	
12 E-F	MP	79,8	-2,7	-0,8	-7,1	-4,1	1,6	-2,2	-3,4	1,2	-1,8	-1,7	-4,0	1,2	-3,1	
10 Nov	P	90,3	3,4	1,4	2,0	4,1	8,5	-7,6	3,2	7,3	8,0	8,4	3,5	12,7	8,1	
Dic	P	79,4	0,4	0,8	-3,5	0,9	3,7	-2,1	0,1	2,6	8,7	9,1	1,6	16,5	7,9	
11 Ene	P	80,5	5,0	3,5	5,0	7,1	3,8	-3,8	5,4	3,3	6,0	7,8	-0,1	12,9	9,6	
Feb	P	83,5	3,3	0,1	5,1	6,6	0,2	-10,9	4,3	-2,3	7,7	9,6	2,3	15,1	10,4	
Mar	P	92,4	1,3	-3,2	3,1	5,6	-1,8	-9,0	1,7	-0,6	5,8	6,9	0,5	11,8	7,7	
Abr	P	78,9	-4,0	-6,1	-1,4	-4,1	-3,2	-15,9	-3,7	-5,5	5,3	6,7	3,5	10,6	5,7	
May	P	87,1	1,2	2,9	6,4	-2,2	-1,0	-14,8	1,9	-1,7	4,2	5,8	1,8	10,8	4,5	
Jun	P	86,7	-2,6	-1,5	0,3	-4,2	-5,2	-14,7	-2,4	-2,3	2,7	3,4	-0,2	6,9	3,0	
Jul	P	85,0	-5,2	-4,3	-1,3	-6,2	-10,2	-15,3	-4,6	-9,3	4,2	5,1	-0,6	11,6	4,2	
Ago	P	64,1	0,3	3,0	7,3	-3,4	-3,1	-23,3	1,5	-4,1	5,7	6,8	2,6	12,7	5,6	
Sep	P	84,9	-1,4	0,7	1,1	-4,3	-2,9	-17,8	-1,2	-1,6	2,1	2,7	0,0	5,9	2,1	
Oct	P	81,1	-4,5	-2,4	-1,9	-6,3	-7,6	-20,7	-4,0	-6,0	0,9	1,8	0,0	4,9	0,2	
Nov	P	84,0	-7,0	-4,0	-7,8	-9,9	-5,2	-16,2	-6,9	-6,3	-	0,9	-2,0	4,7	-0,3	
Dic	P	74,2	-6,5	-4,0	-8,1	-8,1	-6,4	-8,5	-6,4	-7,2	-1,6	0,4	-0,8	2,3	0,1	
12 Ene	P	78,5	-2,5	0,9	-5,5	-3,5	-3,7	-0,9	-2,2	-5,3	-1,7	-0,7	-2,4	1,6	-1,6	
Feb	P	81,0	-3,0	-2,5	-8,6	-4,7	7,7	-3,4	-4,5	8,7	-1,8	-2,7	-5,6	0,8	-4,5	

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.

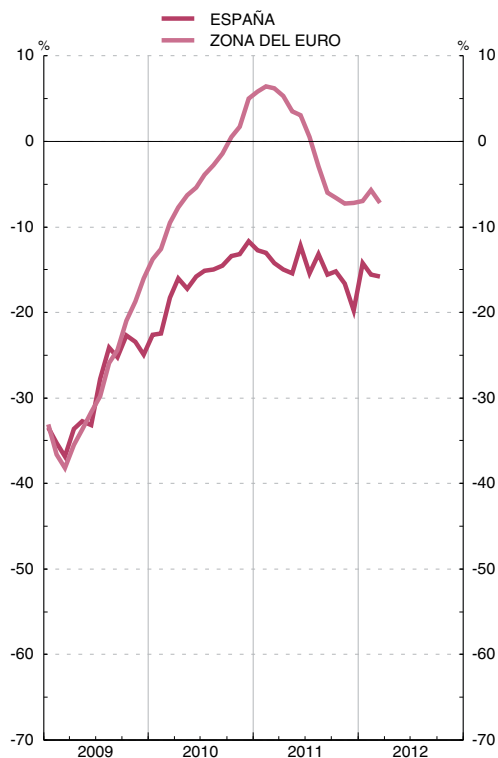
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

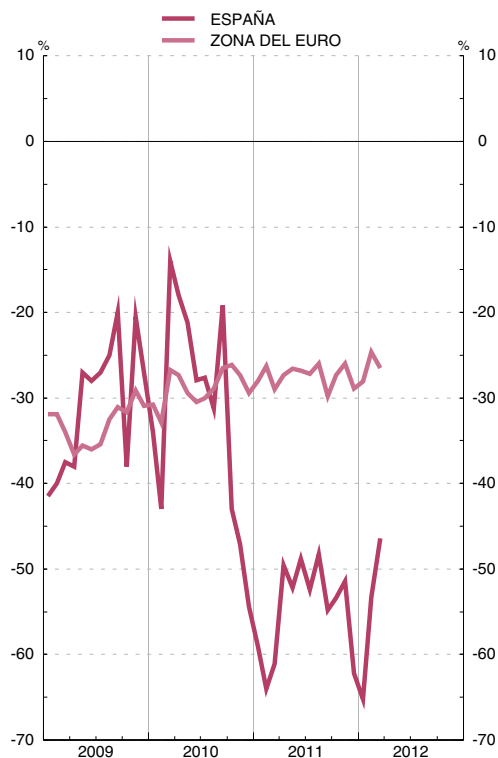
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)		
		Indica- dor del clima indus- trial	Produc- ción tres últi- mos meses	Tenden- cia de la produc- ción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extran- jeros	Nivel de exis- tencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de produc- ción	Nivel de contra- tación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
		(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	Con- su- mo	Equi- po	In- ter- me- dios (a)	Otros sec- tores (a)				Produc- ción	Contra- tación	Indicador del clima indus- trial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
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	-29
11	M	-15	-12	-3	-31	-24	11	-10	-12	-17	-45	-55	-23	-48	-46	-45	0	-7	-27
11	E-M	-13	-9	-1	-29	-23	10	-10	-9	-14	-57	-61	-42	-61	-45	-32	6	-2	-28
12	E-M	-15	-23	-4	-34	-24	7	-11	-15	-19	-8	-55	-28	-42	-50	-59	-7	-16	-26
10	Dic	-12	-7	2	-27	-26	10	-7	-5	-15	-57	-54	-29	-51	-51	-48	5	-6	-29
11	Ene	-13	-7	-1	-28	-20	9	-9	-4	-15	-56	-59	-35	-67	-41	-24	6	-3	-28
	Feb	-13	-14	-0	-29	-27	10	-8	-10	-13	-61	-64	-42	-58	-50	-51	6	-2	-26
	Mar	-14	-7	-1	-30	-24	11	-12	-13	-13	-53	-61	-48	-58	-43	-21	6	-1	-29
	Abr	-15	-6	-4	-29	-21	12	-9	-14	-12	-67	-50	-10	-47	-43	-27	5	-1	-27
	May	-15	-7	-5	-30	-22	12	-11	-12	-16	-65	-52	-6	-47	-24	-31	4	-3	-27
	Jun	-12	-6	-2	-28	-17	6	-10	-4	-13	-33	-49	-6	-41	-27	-31	3	-2	-27
	Jul	-15	-6	-4	-29	-20	13	-10	-13	-17	-45	-52	-9	-40	-62	-65	1	-5	-27
	Ago	-13	-7	0	-30	-24	10	-12	-6	-16	-34	-48	-10	-45	-47	-49	-3	-10	-26
	Sep	-16	-11	-3	-31	-28	12	-9	-15	-21	-28	-55	-38	-46	-51	-56	-6	-12	-30
	Oct	-15	-19	-3	-32	-23	11	-7	-9	-22	-35	-53	-12	-46	-31	-54	-7	-14	-27
	Nov	-17	-26	-6	-36	-29	9	-9	-19	-23	-29	-51	-37	-33	-71	-74	-7	-14	-26
	Dic	-20	-30	-6	-37	-30	16	-11	-26	-26	-34	-62	-19	-43	-65	-62	-7	-16	-29
12	Ene	-14	-26	-3	-36	-26	4	-10	-15	-18	-10	-65	-14	-50	-67	-66	-7	-16	-28
	Feb	-16	-26	-3	-34	-26	10	-13	-14	-18	-6	-53	-40	-46	-49	-51	-6	-14	-25
	Mar	-16	-19	-7	-32	-19	8	-10	-15	-21	-7	-46	-29	-31	-34	-61	-7	-17	-27

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

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

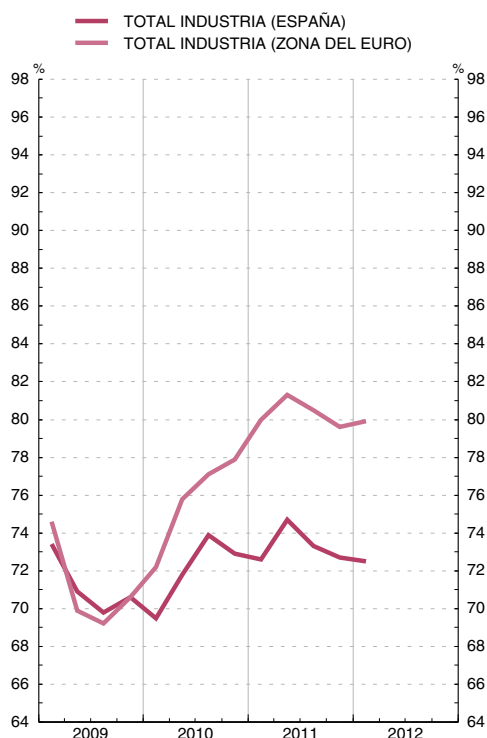
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

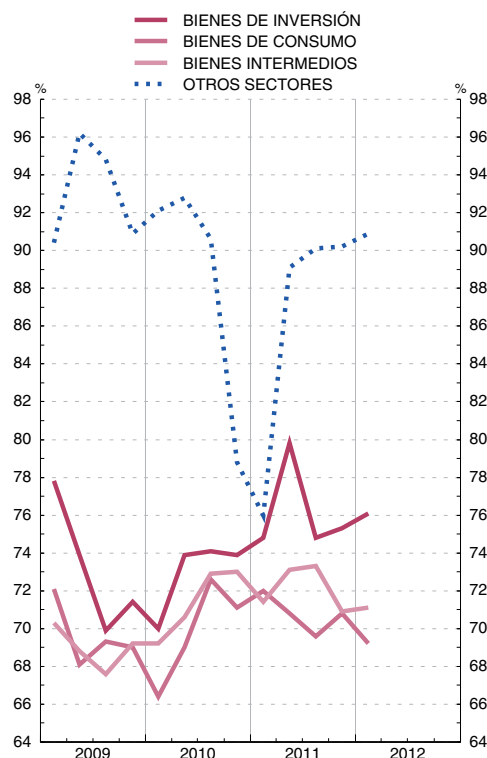
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad producti- va (b)
	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (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 (%)					
													1	2			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	■			■			■			■			■			■
09	71,2	71,4	26	69,6	70,7	18	73,3	73,6	25	69,0	68,5	34	93,1	94,3	1	71,1
10	72,0	72,8	22	69,8	70,5	18	73,0	72,5	23	71,4	72,9	24	88,6	90,5	18	75,8
11	73,3	73,7	18	70,8	71,8	17	76,2	75,2	16	72,2	72,7	22	86,4	87,6	4	80,4
11 I-I	72,6	73,4	16	72,0	72,6	13	74,8	75,0	15	71,4	72,7	20	76,0	78,4	3	80,0
12 I-I	72,5	73,4	23	69,2	70,3	20	76,1	75,9	15	71,1	72,3	31	90,9	90,9	4	79,9
09 III	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
10 IV	70,6	70,4	24	69,0	70,4	23	71,4	73,7	22	69,2	66,7	28	90,9	91,9	-	70,6
10 I	69,5	70,7	25	66,4	67,1	20	70,0	71,0	26	69,2	70,9	30	92,1	92,8	0	72,2
11 II	71,8	73,9	21	69,0	70,1	19	73,9	74,3	22	70,6	74,3	24	92,8	93,6	-	75,8
12 III	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	77,1
11 IV	72,9	72,1	26	71,1	71,3	21	73,9	70,3	25	73,0	72,4	24	78,8	84,5	73	77,9
11 I	72,6	73,4	16	72,0	72,6	13	74,8	75,0	15	71,4	72,7	20	76,0	78,4	3	80,0
12 II	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
11 III	73,3	73,4	20	69,6	70,7	20	74,8	73,5	16	73,3	73,5	22	90,1	90,0	6	80,5
12 IV	72,7	72,0	21	70,8	71,3	17	75,3	72,6	24	70,9	70,4	23	90,2	90,1	8	79,6
12 I	72,5	73,4	23	69,2	70,3	20	76,1	75,9	15	71,1	72,3	31	90,9	90,9	4	79,9

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Energía y Turismo 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.

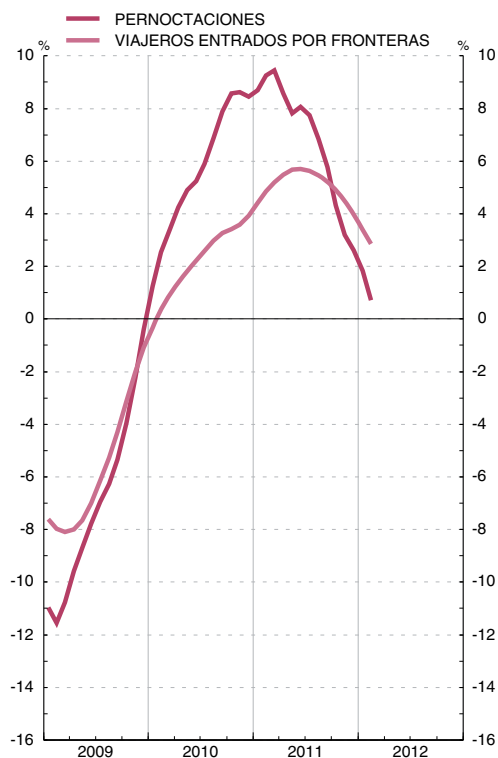
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

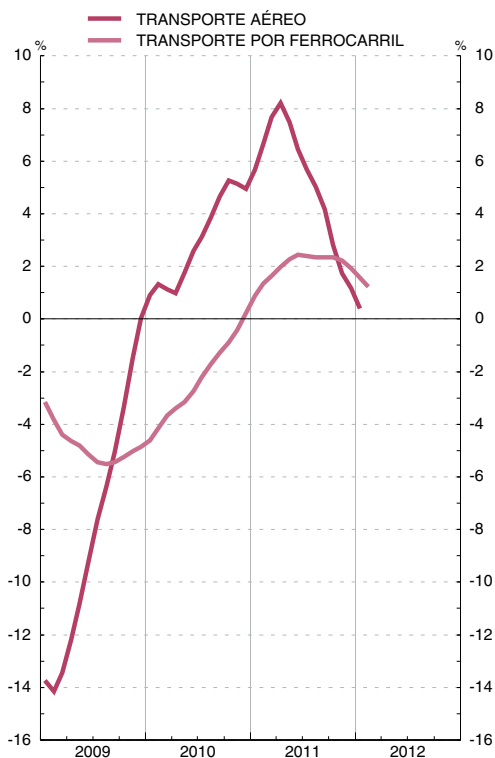
Tasas de variación interanual

		Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernotaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
		Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
09	P	-7,2	-10,8	-6,9	-9,6	-5,9	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-8,0	-9,6	-4,1	-12,9	-5,5	-24,8
10	P	5,7	10,6	5,5	7,6	2,0	1,0	3,4	3,0	1,3	4,1	15,8	2,8	4,6	-2,8	-3,0
11	P	3,8	10,6	6,4	12,7	6,6	7,5	5,4	6,1	-0,4	10,5	2,2	-5,4	5,8	2,6	7,9
11 E-F	P	3,4	7,7	5,2	9,5	5,4	3,3	7,5	5,6	1,0	9,4	7,5	-16,6	6,8	3,0	2,9
12 E-F	P	0,5	3,1	1,2	3,6	-0,8	2,7	-4,0	...	...	...	...	...	...	2,4	...
10 Nov	P	4,6	13,1	5,6	12,0	0,4	2,6	-2,0	5,5	4,0	6,7	10,9	1,1	8,1	-1,6	-3,9
10 Dic	P	3,8	7,5	3,5	3,4	-4,9	-4,5	-5,2	-2,0	-4,6	0,2	5,9	-1,2	9,8	-0,3	-14,6
11 Ene	P	3,1	8,3	4,6	8,9	5,8	4,4	7,1	6,4	2,7	9,3	9,2	-24,6	6,0	3,0	-7,6
11 Feb	P	3,6	7,3	5,7	10,0	5,0	2,2	7,9	4,9	-0,6	9,5	5,9	-5,3	7,8	3,1	14,7
11 Mar	P	1,0	11,1	4,9	13,5	0,2	0,6	-0,2	4,8	0,5	8,3	4,0	-19,8	2,5	4,4	17,3
11 Abr	P	8,5	13,3	11,9	20,6	13,3	20,9	4,1	20,7	4,3	33,5	-8,8	-1,4	5,5	-1,5	2,7
11 May	P	-0,8	6,9	1,6	9,3	3,5	4,2	2,3	6,4	0,9	9,7	2,9	-1,2	6,9	3,6	11,4
11 Jun	P	8,4	18,0	10,9	18,1	11,1	8,5	15,4	6,8	-0,2	11,0	3,6	-4,3	4,6	5,3	8,3
11 Jul	P	7,2	13,5	8,9	14,1	6,0	7,2	4,1	6,7	0,5	10,3	4,5	-4,4	1,3	1,3	6,9
11 Ago	P	5,6	13,0	6,2	12,2	6,8	9,4	3,8	4,6	-0,3	7,4	4,3	-11,8	8,5	0,5	18,4
11 Sep	P	6,0	10,3	8,4	12,4	8,1	9,2	6,5	7,6	1,8	10,9	8,0	8,4	5,3	2,4	23,5
11 Oct	P	-0,2	8,2	3,2	11,1	8,0	8,0	7,9	2,3	-6,3	7,5	0,4	2,9	1,9	3,2	4,3
11 Nov	P	-1,5	2,5	1,7	6,2	3,8	3,6	4,0	-2,1	-7,0	1,9	-1,6	-0,5	6,9	3,4	4,8
11 Dic	P	-1,2	3,6	2,0	8,0	4,3	5,5	3,2	4,1	-1,5	8,8	-2,3	-5,9	12,8	2,3	-9,7
12 Ene	P	2,6	4,3	3,5	6,1	1,0	4,6	-2,3	-3,0	-7,4	0,2	-5,0	8,3	8,7	2,4	3,6
12 Feb	P	-1,2	2,0	-0,7	1,3	-2,5	0,8	-5,9	...	...	...	...	...	...	2,5	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

a. Información procedente de los directorios hoteleros. Desde enero de 2006, se ha ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes. Debido a distintas actualizaciones en los directorios de establecimientos hoteleros, no son directamente comparables los datos de distintos años. Existen coeficientes de enlace para los períodos: año 2005; junio 2009-mayo2010; julio 2010-julio 2011.

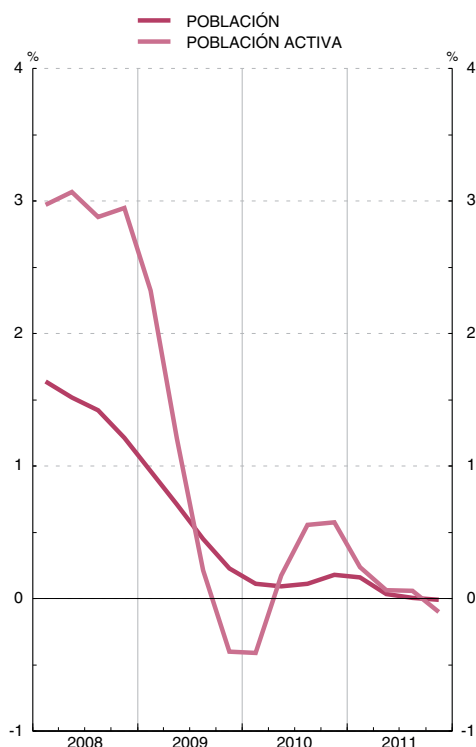
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

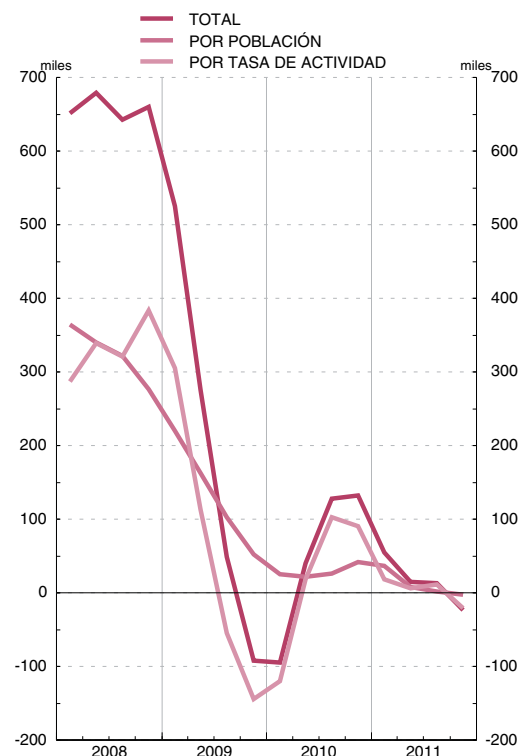
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años						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-IV	M	38 479	48	0,1	60,00	23 089	206	114	92	0,2	
11 I-IV	M	38 497	18	0,0	60,01	23 104	59	44	15	0,1	
09 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	
II		38 481	13	0,0	60,12	23 137	14	8	6	0,1	
III		38 488	2	0,0	60,11	23 135	13	1	12	0,1	
IV		38 508	-4	-0,0	59,94	23 081	-24	-3	-21	-0,1	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



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

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

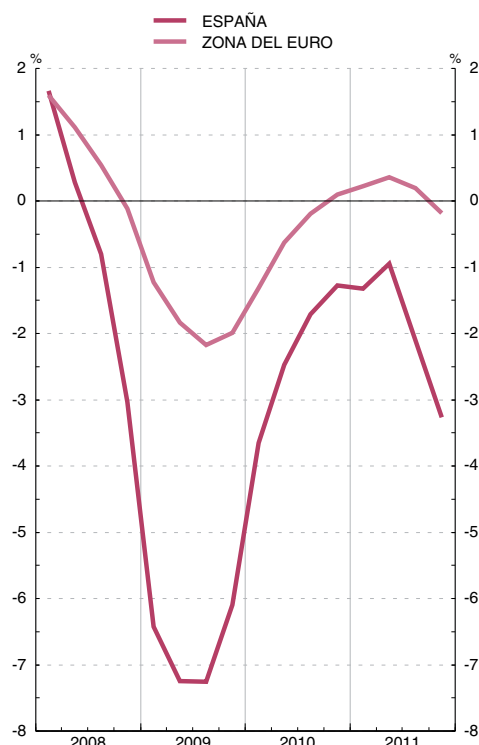
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

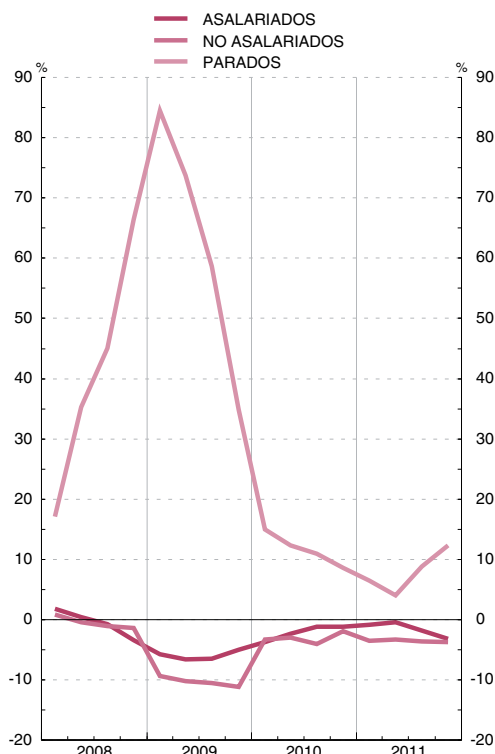
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados				Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4		Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas 1	Variación interanual (Miles de personas) 2	1 T 4 3	Miles de personas 4	Variación interanual (Miles de personas) 5	1 T 4 6	Miles de personas 7	Variación interanual (Miles de personas) 8	1 T 4 9							
		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	7,65	
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	9,59	
10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,5	10,13	
10 I-IV	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,5	10,13	
11 I-IV	M	18 105	-352	-1,9	15 105	-241	-1,6	2 999	-110	-3,6	4 999	367	7,9	21,64	0,1	10,16	
09 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	-1,8	9,53	
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	9,84	
IV		18 646	-1 211	-6,1	15 493	-816	-5,0	3 153	-395	-11,1	4 327	1 119	34,9	18,83	-2,0	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	10,14	
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	10,19	
III		18 547	-323	-1,7	15 456	-194	-1,2	3 090	-130	-4,0	4 575	451	10,9	19,79	-0,2	10,12	
IV		18 408	-238	-1,3	15 314	-178	-1,2	3 094	-59	-1,9	4 697	370	8,6	20,33	0,1	10,07	
11 I		18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,2	9,97	
II		18 303	-174	-0,9	15 292	-71	-0,5	3 011	-103	-3,3	4 834	188	4,1	20,89	0,4	9,97	
III		18 156	-391	-2,1	15 179	-277	-1,8	2 977	-114	-3,7	4 978	404	8,8	21,52	0,2	10,19	
IV		17 808	-601	-3,3	14 829	-485	-3,2	2 978	-116	-3,7	5 274	577	12,3	22,85	-0,2	10,51	

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)

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

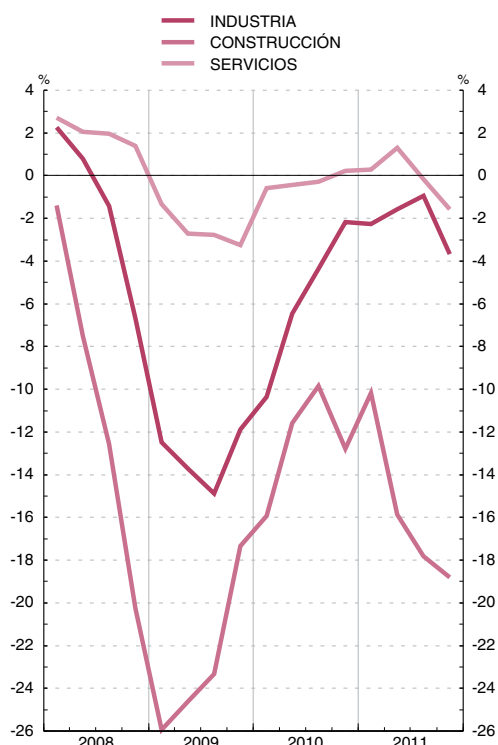
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

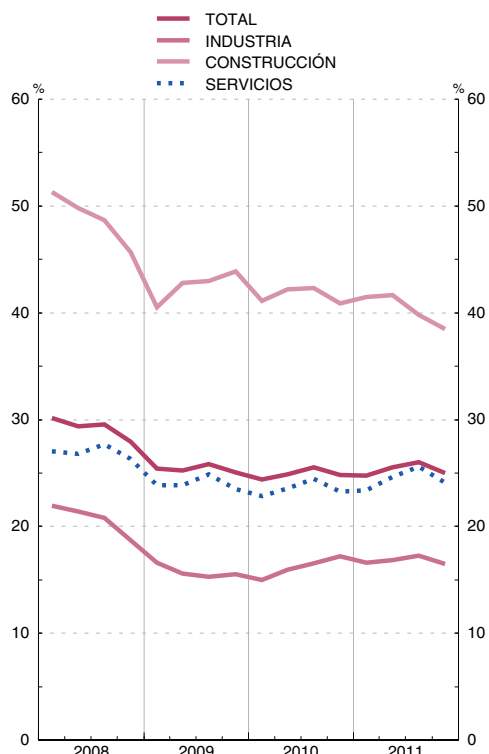
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		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-IV	M	-2,3	-2,1	24,9	0,9	5,4	59,1	-5,9	-5,2	16,2	-12,6	-14,9	41,6	-0,3	-0,1	23,5	-1,5
11 I-IV	M	-1,9	-1,6	25,3	-4,1	-3,3	57,3	-2,1	-2,0	16,8	-15,6	-15,7	40,4	-0,0	0,1	24,4	-3,4
09 II		-7,2	-6,6	25,2	-4,2	0,8	57,1	-13,7	-14,0	15,6	-24,6	-26,4	42,8	-2,7	-1,6	23,9	-7,4
09 III		-7,3	-6,5	25,9	-6,4	-3,5	56,9	-14,9	-15,0	15,3	-23,3	-24,5	43,0	-2,8	-1,7	24,9	-7,3
09 IV		-6,1	-5,0	25,1	-2,6	-1,5	59,2	-11,9	-11,4	15,5	-17,3	-17,6	43,9	-3,3	-1,8	23,5	-6,2
10 I		-3,6	-3,7	24,4	-0,3	2,4	62,7	-10,4	-10,9	15,0	-15,9	-17,2	41,1	-0,6	-0,5	22,8	-3,8
10 II		-2,5	-2,4	24,9	-1,1	1,1	57,1	-6,4	-5,6	15,9	-11,6	-14,8	42,2	-0,4	-0,2	23,6	-2,5
10 III		-1,7	-1,2	25,6	2,3	11,2	55,4	-4,4	-3,2	16,5	-9,8	-12,3	42,3	-0,3	0,2	24,5	-1,9
10 IV		-1,3	-1,2	24,8	2,8	7,7	61,3	-2,2	-0,7	17,2	-12,8	-15,1	40,9	0,2	0,1	23,3	-1,5
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
11 II		-0,9	-0,5	25,5	-4,8	-3,8	56,2	-1,6	-1,8	16,8	-15,9	-15,6	41,7	1,3	1,6	24,7	-0,8
11 III		-2,1	-1,8	26,0	-6,1	-8,4	54,2	-0,9	-0,5	17,3	-17,8	-18,5	39,8	-0,2	0,0	25,6	-1,9
11 IV		-3,3	-3,2	25,0	0,5	3,2	59,8	-3,7	-4,5	16,5	-18,8	-20,0	38,5	-1,6	-1,4	24,1	-3,4

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



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

a. Series recalculadas a partir de la matriz de paso a CNAE 2009 publicada por el INE. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005 se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

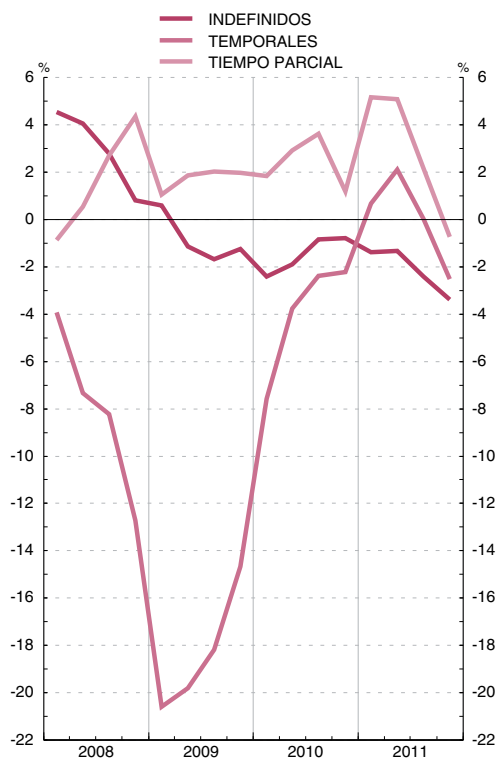
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

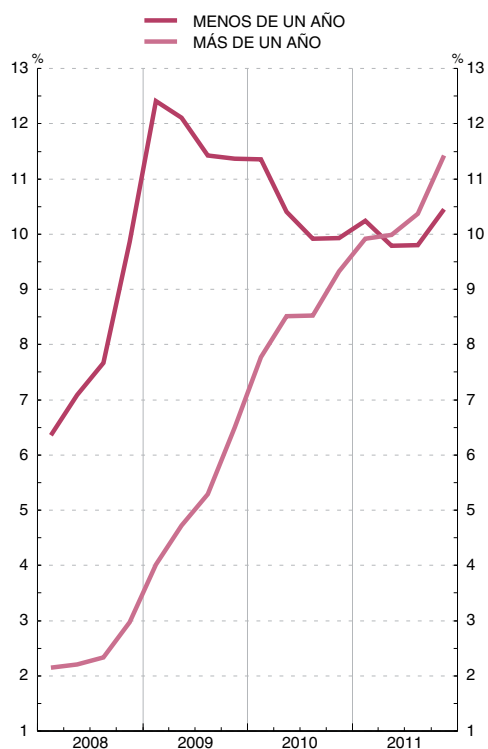
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados			
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año	
Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4		
		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-IV	M	-175	-1,5	-159	-4,0	24,91	-204	-1,5	50	2,4	13,95	10,40	-11,9	8,53	66,7
11 I-IV	M	-244	-2,1	3	0,1	25,33	-469	-3,6	63	2,9	14,59	10,07	-3,1	10,42	22,2
09 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
II		-152	-1,3	81	2,1	25,52	-182	-1,4	111	5,1	15,01	9,79	-5,8	9,98	17,4
III		-278	-2,4	1	0,0	26,02	-322	-2,4	45	2,2	13,96	9,80	-1,1	10,37	21,7
IV		-389	-3,4	-96	-2,5	24,98	-469	-3,6	-16	-0,7	14,56	10,45	5,2	11,43	22,7

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



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

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

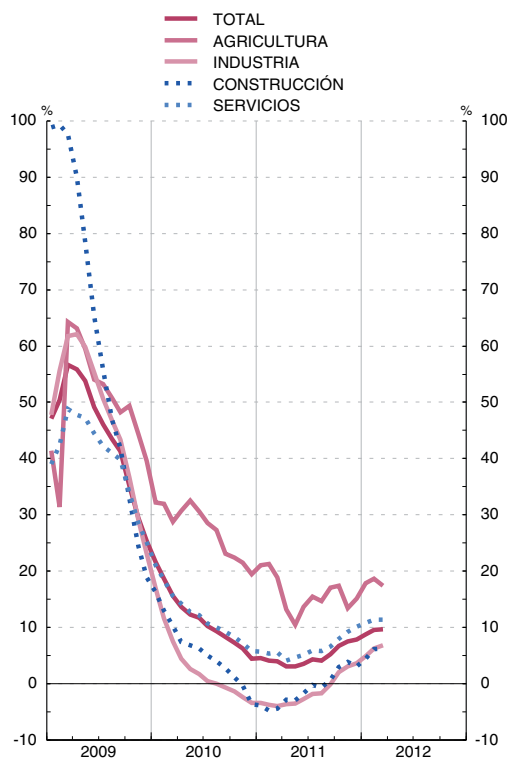
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

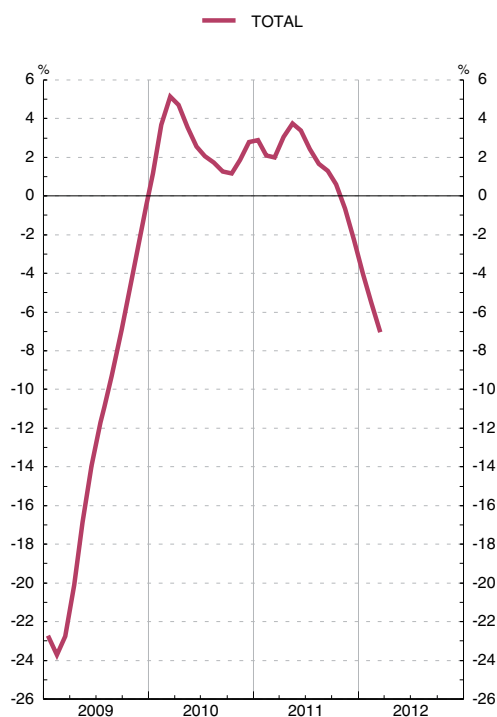
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefi- nidos	Jornada parcial	De duración deter- minada	Miles de per- sonas	1 T 12
						Total	Agricultura	No agrícola										
								Total	Industria	Construcción	Servicios							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
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
11	M	4 257	196	4,8	12,9	4,1	16,0	3,8	-1,3	-0,9	6,3	1 203	0,1	7,74	30,69	92,26	1 213	1,9
11 E-M	M	4 288	173	4,2	23,4	2,7	20,4	2,1	-3,7	-4,3	5,5	1 094	0,4	9,39	28,02	90,61	1 089	1,1
12 E-M	M	4 688	400	9,3	5,4	9,7	18,0	9,4	6,0	5,6	11,2	1 008	-7,8	8,22	30,89	91,78	1 020	-6,4
11 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
Jul		4 080	171	4,4	8,8	4,0	15,5	3,6	-1,8	-0,2	5,9	1 349	-3,4	6,66	33,44	93,34	1 346	-2,9
Ago		4 131	161	4,1	7,2	3,8	14,7	3,4	-1,7	-0,6	5,8	1 061	5,1	6,23	30,37	93,77	1 075	5,3
Sep		4 227	209	5,2	8,9	4,8	17,0	4,4	-0,1	0,7	6,6	1 394	0,2	7,51	33,30	92,49	1 473	2,2
Oct		4 361	275	6,7	8,7	6,5	17,5	6,1	2,0	3,0	8,0	1 295	-3,8	7,51	35,30	92,49	1 333	2,9
Nov		4 420	310	7,5	7,3	7,6	13,4	7,4	3,1	3,9	9,3	1 218	-3,2	6,89	31,05	93,11	1 206	-2,9
Dic		4 422	322	7,9	6,1	8,0	15,1	7,8	3,6	3,0	10,1	1 165	-2,0	5,64	27,79	94,36	1 165	0,0
12 Ene		4 600	369	8,7	5,2	9,1	17,9	8,7	4,9	4,5	10,8	1 039	-6,9	7,31	29,38	92,69	1 054	-5,6
Feb		4 712	413	9,6	5,5	10,0	18,7	9,7	6,2	6,2	11,4	959	-5,2	7,77	30,87	92,23	970	-3,4
Mar		4 751	417	9,6	5,6	10,0	17,4	9,8	6,9	6,3	11,4	1 027	-11,1	9,59	32,41	90,41	1 036	-9,7

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.

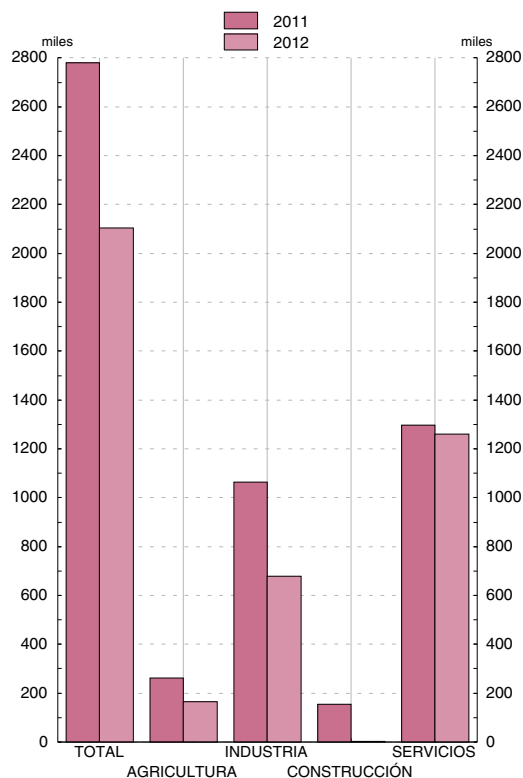
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

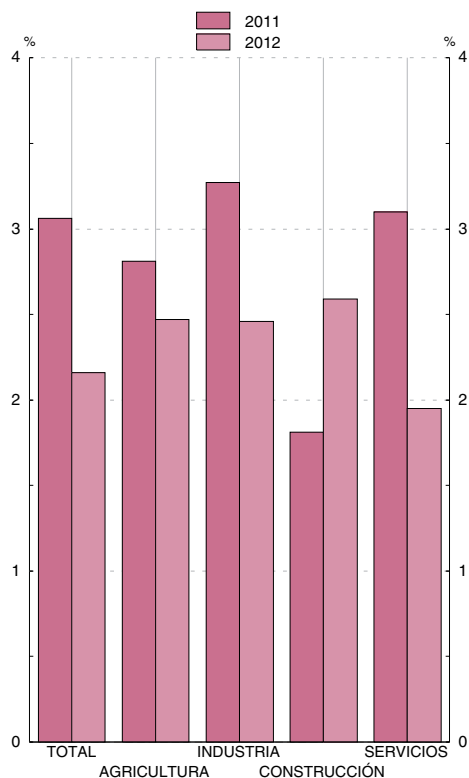
Miles de personas y porcentajes

	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	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7 (c)	8 (c)	9 (c)	10 (c)	11	12	13	14 (c)	15 (c)	16 (c)	17 (c)
09	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
10	10 215	2,13	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
11	7 049	2,68	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67
10 Oct	10 214	2,13	5 381	821	6 202	-2 183	429	1 537	1 084	3 153	1,33	1,10	1,30	1,39	1,04	1,49	1,34
Nov	10 215	2,13	6 047	917	6 964	-1 625	520	1 664	1 084	3 696	1,32	1,09	1,29	1,32	1,08	1,49	1,32
Dic	10 215	2,13	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
11 Ene	6 553	2,67	1 372	0	1 373	219	210	438	12	712	2,98	0,50	2,98	2,90	2,95	1,62	3,04
Feb	6 570	2,67	2 230	0	2 230	837	263	712	32	1 223	3,12	0,50	3,12	2,81	3,16	3,45	3,15
Mar	6 701	2,69	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
Abr	6 819	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
May	6 826	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
Jun	6 839	2,70	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
Jul	6 958	2,69	4 495	509	5 004	1 232	351	1 306	918	2 429	2,77	1,59	2,65	2,53	3,04	1,52	2,89
Ago	6 958	2,69	4 506	518	5 024	968	351	1 309	919	2 445	2,77	1,60	2,65	2,53	3,04	1,52	2,88
Sep	6 999	2,68	4 513	609	5 122	-7	352	1 374	919	2 476	2,77	1,64	2,63	2,54	2,99	1,52	2,87
Oct	7 044	2,68	4 777	731	5 508	-694	372	1 404	932	2 800	2,73	1,73	2,60	2,51	2,99	1,52	2,78
Nov	7 045	2,68	4 972	1 092	6 064	-900	412	1 693	964	2 994	2,71	1,61	2,51	2,49	2,76	1,52	2,69
Dic	7 049	2,68	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67
12 Ene	2 094	2,16	1 225	15	1 240	-133	162	587	2	490	2,45	1,71	2,44	2,45	2,54	2,50	2,32
Feb	2 095	2,16	1 641	29	1 671	-559	164	648	2	856	2,33	1,13	2,31	2,47	2,49	2,50	2,14
Mar	2 095	2,16	2 063	41	2 105	-676	164	678	2	1 260	2,18	1,05	2,16	2,47	2,46	2,59	1,95

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-Marzo



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-Marzo



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

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2011, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2012 no incorpora tales revisiones.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

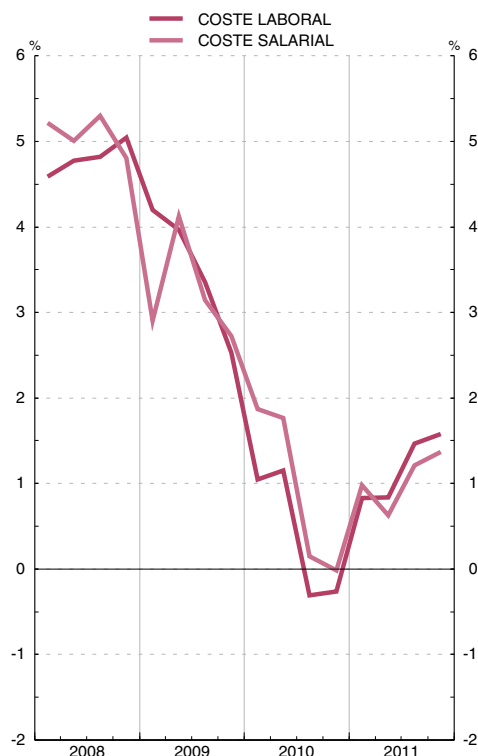
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

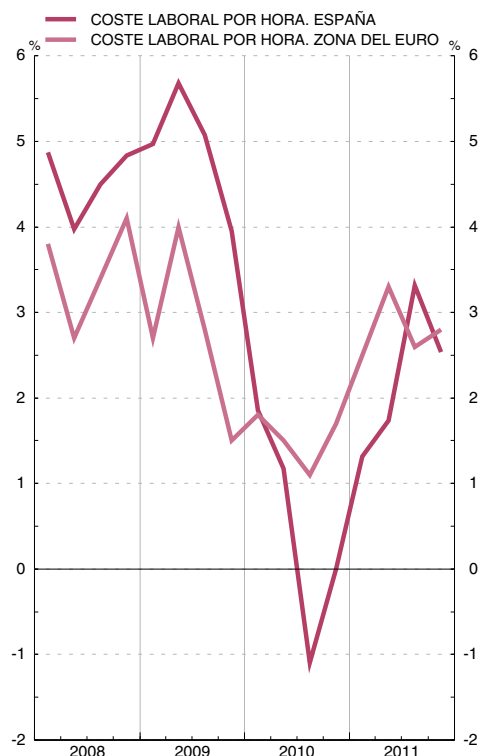
Tasas de variación interanual

		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	4,5	3,5
09	M	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	4,9	2,8
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-IV	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
11 I-IV	M	1,2	1,7	2,8	1,0	2,2	1,0	2,8	2,5	0,5	2,1	1,6	2,3	2,8
09 II		4,0	3,1	6,3	4,1	9,6	4,1	2,4	5,8	4,3	9,8	3,5	5,7	4,0
III		3,4	2,9	5,0	3,5	4,2	3,1	2,0	4,9	3,2	3,9	3,9	5,1	2,8
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	1,5
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	1,8
II		1,2	2,5	0,4	1,1	0,8	1,8	3,0	1,4	1,6	1,4	-0,6	1,2	1,5
III		-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-1,1	1,1
IV		-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-	1,7
11 I		0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	1,3	2,5
II		0,8	1,6	3,0	0,6	1,5	0,6	3,1	3,2	-0,2	1,3	1,5	1,7	3,3
III		1,5	2,2	1,8	1,4	4,8	1,2	2,8	1,9	0,8	4,5	2,2	3,3	2,6
IV		1,6	1,8	3,3	1,5	2,5	1,4	2,3	2,4	1,1	2,2	2,2	2,5	2,8

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



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

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

a. Corregido de efecto calendario.

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

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

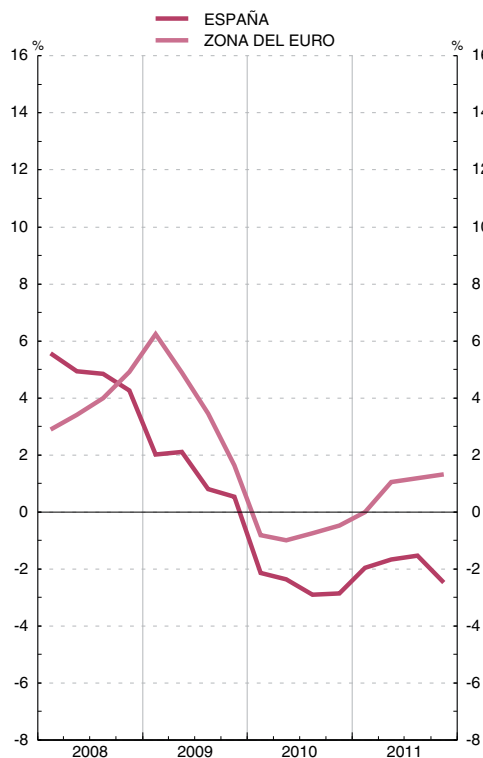
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

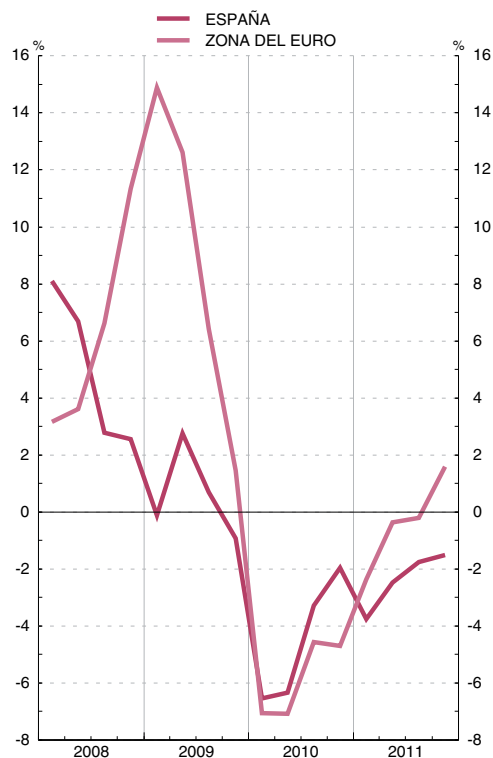
Tasas de variación interanual

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

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: INDUSTRIA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

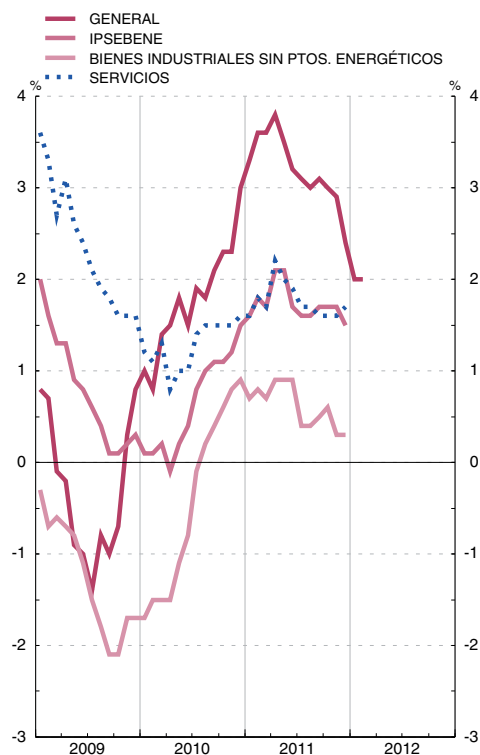
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2011 = 100

■ Serie representada gráficamente.

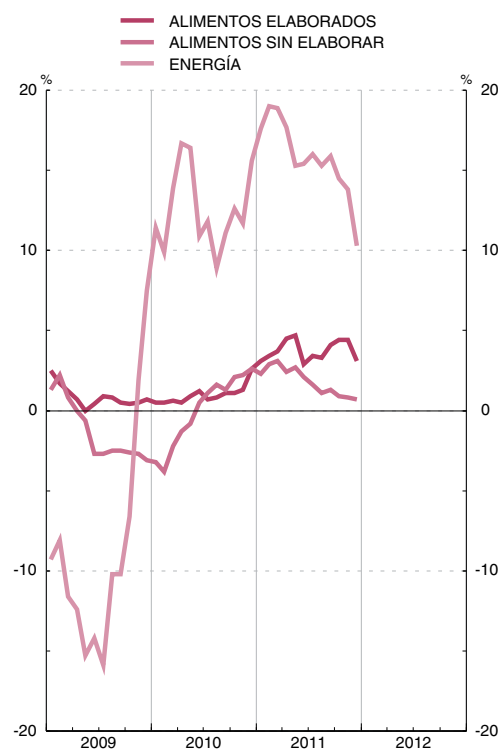
Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T_{12}^1)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
	Serie original	m 1 (a)	1 T 12 (b)	s/ T dic (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 T 12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
09 M	95,2	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3
10 M	96,9	—	1,8	3,0	0,0	1,0	-0,4	12,6	1,3	0,6	100,8	6,2
11 M	100,0	—	3,2	2,4	1,8	3,8	0,6	15,8	1,8	1,7	101,5	0,7
11 E-M	98,6	0,0	3,5	-0,4	2,8	3,4	0,7	18,5	1,7	1,7	103,2	-0,1
12 E-M	100,6	-0,1	2,0	-0,8	1,4	2,8	0,2	7,8	1,3	1,2	...	...
10 Dic	99,0	0,6	3,0	3,0	2,6	2,6	0,9	15,6	1,6	1,5	103,1	8,5
11 Ene	98,3	-0,7	3,3	-0,7	2,3	3,1	0,7	17,6	1,6	1,6	99,0	3,7
Feb	98,4	0,1	3,6	-0,6	2,9	3,4	0,8	19,0	1,8	1,8	105,2	1,3
Mar	99,2	0,7	3,6	0,1	3,1	3,7	0,7	18,9	1,7	1,7	105,5	-5,2
Abr	100,4	1,2	3,8	1,4	2,4	4,5	0,9	17,7	2,2	2,1	105,7	-4,7
May	100,4	-	3,5	1,3	2,7	4,7	0,9	15,3	2,0	2,1	106,5	-8,1
Jun	100,2	-0,1	3,2	1,2	2,1	2,9	0,9	15,4	1,9	1,7	108,6	6,7
Jul	99,7	-0,5	3,1	0,7	1,6	3,4	0,4	16,0	1,7	1,6	91,5	5,1
Ago	99,8	0,1	3,0	0,8	1,1	3,3	0,4	15,3	1,7	1,6	92,2	4,2
Sep	100,1	0,2	3,1	1,0	1,3	4,1	0,5	15,9	1,6	1,7	102,7	5,2
Oct	100,9	0,8	3,0	1,8	0,9	4,4	0,6	14,5	1,6	1,7	103,5	2,6
Nov	101,3	0,4	2,9	2,2	0,8	4,4	0,3	13,8	1,6	1,7	101,6	-0,2
Dic	101,4	0,1	2,4	2,4	0,7	3,1	0,3	10,3	1,7	1,5	100,3	-2,7
12 Ene	100,3	-1,1	2,0	-1,1	1,0	2,8	0,2	8,0	1,4	1,3	...	...
Feb	100,4	0,1	2,0	-1,0	1,8	2,8	0,1	7,9	1,3	1,2	...	...
Mar	101,1	0,7	1,9	-0,3	1,4	2,7	0,3	7,5	1,2	1,2	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

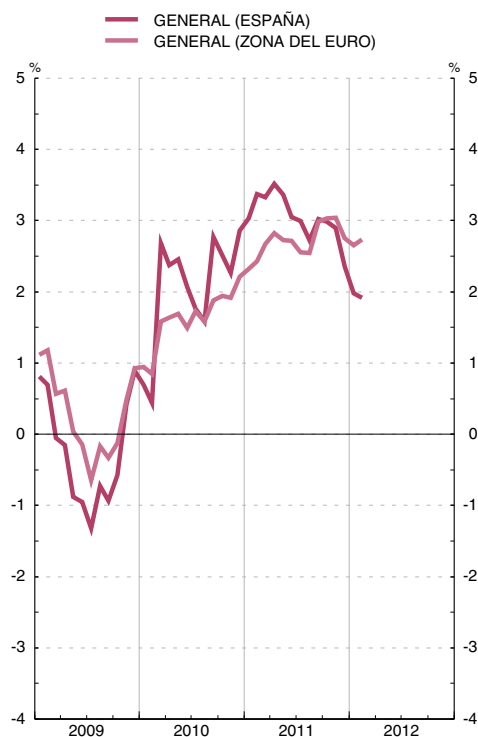
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

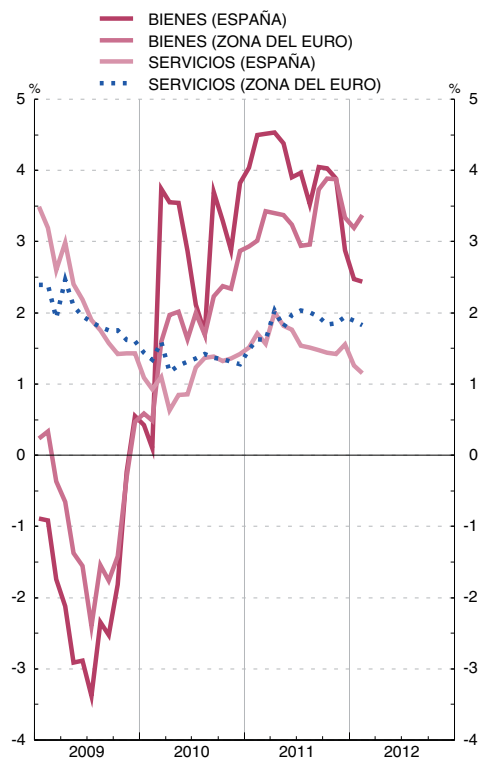
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes														Servicios	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
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
11	M	3,1	2,7	4,0	3,3	2,8	2,7	4,2	3,3	1,3	1,8	4,7	3,7	0,5	0,8	15,7	11,9	1,6	1,8
11	E-F	3,2	2,4	4,3	3,0	2,5	2,1	3,8	1,9	1,2	2,4	5,2	3,4	0,3	0,3	18,3	12,5	1,6	1,6
12	E-F	1,9	2,7	2,5	3,3	2,2	3,2	2,9	4,1	1,4	1,9	2,6	3,3	0,3	1,0	7,9	9,4	1,2	1,9
10	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	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
	Jul	3,0	2,6	4,0	2,9	2,9	2,6	3,6	3,4	2,0	1,3	4,5	3,1	0,2	-	15,9	11,8	1,5	2,0
	Ago	2,7	2,5	3,5	3,0	2,1	2,7	3,6	3,6	0,5	1,1	4,3	3,1	0,1	-	15,3	11,8	1,5	2,0
	Sep	3,0	3,0	4,0	3,7	3,3	3,0	4,6	4,0	1,8	1,4	4,5	4,1	0,2	1,2	15,9	12,4	1,5	1,9
	Oct	3,0	3,0	4,0	3,9	3,3	3,3	5,0	4,3	1,5	1,8	4,4	4,2	0,6	1,3	14,5	12,4	1,4	1,8
	Nov	2,9	3,0	3,9	3,9	3,3	3,4	5,1	4,3	1,5	1,9	4,2	4,1	0,5	1,3	13,7	12,3	1,4	1,9
	Dic	2,4	2,7	2,9	3,3	2,3	3,1	3,4	4,1	1,0	1,6	3,2	3,4	0,5	1,2	10,3	9,7	1,6	1,9
12	Ene	2,0	2,7	2,5	3,2	2,2	3,1	2,9	4,1	1,4	1,6	2,6	3,2	0,3	0,9	7,9	9,2	1,3	1,9
	Feb	1,9	2,7	2,4	3,4	2,1	3,3	2,9	4,1	1,3	2,2	2,6	3,4	0,2	1,1	7,8	9,5	1,1	1,8

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)

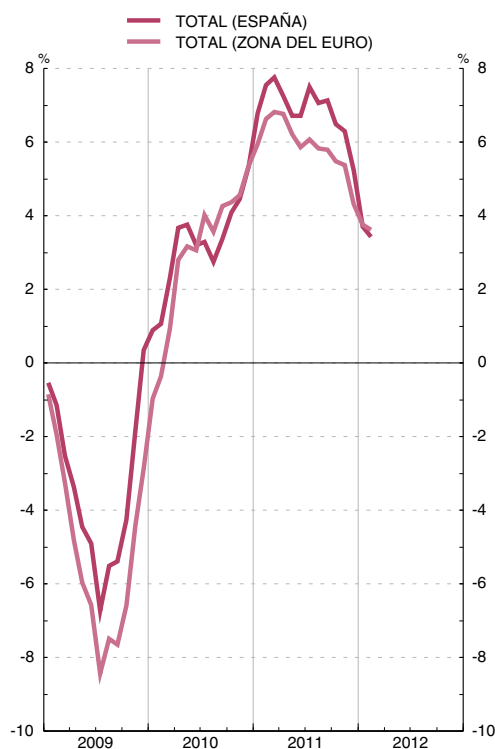
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

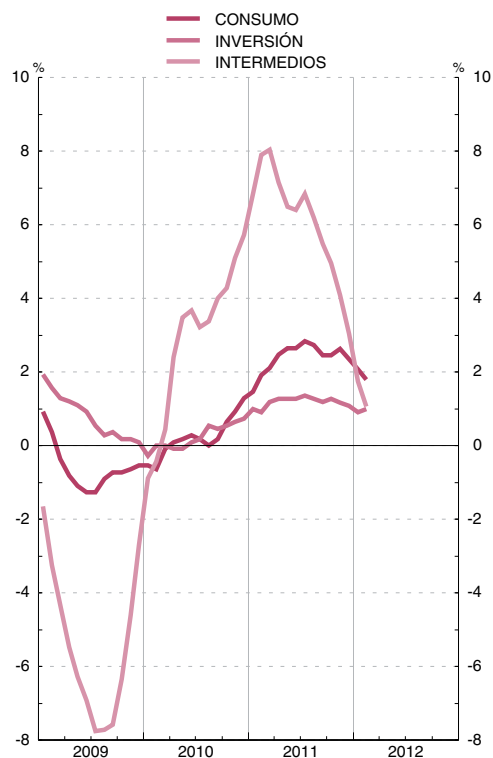
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	Total	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
													T 12	T 12	T 12	T 12	T 12
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
11	MP	123,9	—	6,9	—	2,4	—	1,2	—	6,1	—	17,0	5,9	3,1	1,4	5,9	11,9
11 E-F	MP	121,9	—	7,2	—	1,7	—	1,0	—	7,4	—	17,9	6,3	2,3	1,3	7,7	12,2
12 E-F	MP	126,2	—	3,6	—	1,9	—	0,9	—	1,4	—	9,6	3,7	2,9	1,4	1,3	9,2
10 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	11,2
11 Ene	P	121,3	2,4	6,8	0,5	1,5	0,5	1,0	1,7	6,8	6,7	17,3	5,9	2,1	1,2	7,3	11,7
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	8,2	12,6
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	13,0
Abr	P	124,2	0,6	7,3	0,4	2,5	0,1	1,3	0,5	7,1	1,1	17,1	6,8	3,4	1,4	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	3,5	1,2	6,6	11,8
Jun	P	123,9	0,1	6,7	0,1	2,6	0,1	1,3	-0,1	6,4	0,1	15,4	5,9	3,4	1,3	6,3	10,7
Jul	P	124,7	0,6	7,5	0,2	2,8	0,1	1,4	0,2	6,8	2,1	17,9	6,1	3,3	1,5	6,1	11,9
Ago	P	124,3	-0,3	7,1	0,2	2,7	0,1	1,3	-	6,2	-1,5	17,2	5,8	3,3	1,5	5,7	11,4
Sep	P	124,6	0,2	7,1	-	2,5	-	1,2	-0,2	5,5	1,1	18,8	5,8	3,4	1,5	5,0	12,2
Oct	P	124,6	-	6,5	0,1	2,4	0,1	1,3	-0,3	5,0	0,3	17,0	5,5	3,4	1,6	4,1	12,3
Nov	P	124,8	0,2	6,3	0,2	2,6	-	1,2	-0,4	4,1	0,9	17,0	5,4	3,4	1,4	3,5	12,3
Dic	P	124,7	-0,1	5,2	-	2,4	-0,1	1,1	-0,3	3,0	0,1	14,0	4,3	3,1	1,6	2,7	9,4
12 Ene	P	125,8	0,9	3,7	0,2	2,1	0,3	0,9	0,4	1,7	2,7	9,7	3,8	3,0	1,4	1,6	9,2
Feb	P	126,6	0,6	3,4	0,2	1,8	0,2	1,0	0,6	1,1	1,3	9,6	3,6	2,8	1,4	1,1	9,3

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.

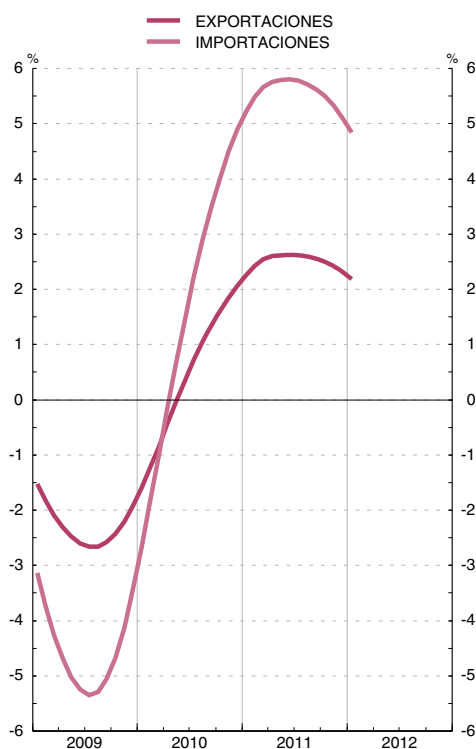
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

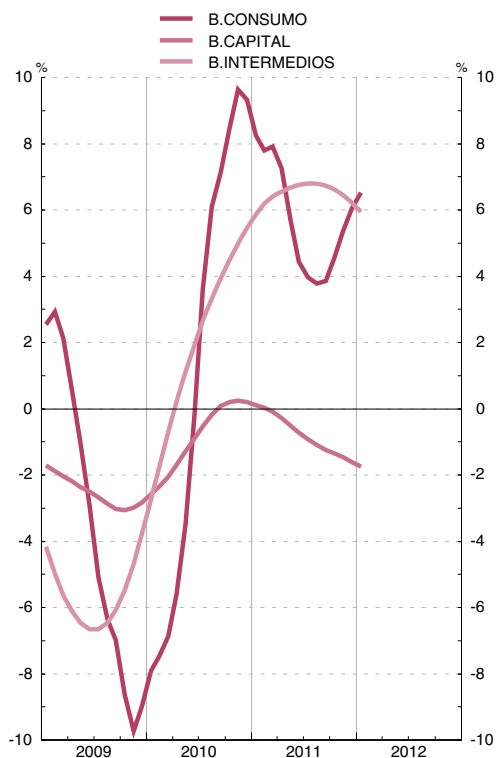
Tasas de variación interanual

	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
10	1,6	3,1	-5,2	1,8	16,8	0,9	4,7	1,7	2,4	6,2	25,8	0,5
11	4,9	3,9	1,5	6,0	30,2	3,5	8,5	5,5	-0,8	10,6	25,6	5,2
12	2,0	3,2	14,0	-0,1	0,5	-0,7	5,5	6,9	-2,4	5,9	17,9	1,4
11 E-E	5,8	5,3	-3,9	7,9	48,3	5,5	11,5	6,5	-7,8	15,4	30,5	9,0
12 E-E	2,0	3,2	14,0	-0,1	0,5	-0,7	5,5	6,9	-2,4	5,9	17,9	1,4
10 Ago	6,9	4,4	-1,5	9,1	27,4	7,4	11,1	12,2	7,0	10,7	20,8	7,4
Sep	4,3	5,0	9,6	2,9	17,9	2,0	6,2	3,4	14,8	6,7	20,6	2,9
Oct	4,0	7,7	1,5	2,1	23,9	0,8	8,0	10,3	6,3	7,0	22,9	2,5
Nov	3,6	5,7	-6,8	3,8	24,6	2,4	8,6	12,0	6,1	7,1	19,4	3,4
Dic	2,8	5,7	-4,5	2,2	13,4	1,3	9,5	11,4	9,4	8,3	26,8	1,7
11 Ene	5,8	5,3	-3,9	7,9	48,3	5,5	11,5	6,5	-7,8	15,4	30,5	9,0
Feb	6,7	5,1	3,6	8,3	24,1	6,8	10,1	6,0	0,6	12,5	30,4	6,9
Mar	6,6	2,6	4,0	10,0	41,4	8,1	11,4	10,1	12,9	11,6	33,7	5,9
Abr	9,5	11,8	1,6	9,4	29,6	7,2	11,0	9,7	2,7	12,1	25,9	7,2
May	0,7	4,6	4,0	-2,8	27,6	-5,0	3,9	4,7	-5,1	4,3	19,0	0,6
Jun	4,2	0,8	2,9	6,3	27,5	4,3	7,3	2,4	-1,7	9,8	20,4	5,3
Jul	4,6	2,9	4,7	5,6	29,1	3,6	9,3	4,2	-1,2	12,3	26,7	7,2
Ago	2,1	2,1	-6,3	3,3	21,5	2,0	5,3	3,8	-3,3	6,8	21,3	1,2
Sep	3,7	5,3	-3,8	4,0	24,4	2,2	7,1	1,7	-8,3	10,8	25,9	3,7
Oct	6,1	3,3	4,0	7,9	28,1	2,9	8,6	5,1	2,3	10,9	24,4	6,4
Nov	4,2	0,4	4,0	6,6	36,4	0,7	10,7	5,1	1,8	13,8	29,4	7,3
Dic	4,4	2,3	3,5	5,7	23,4	4,5	6,4	6,6	-1,9	7,3	20,0	1,5
12 Ene	2,0	3,2	14,0	-0,1	0,5	-0,7	5,5	6,9	-2,4	5,9	17,9	1,4

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

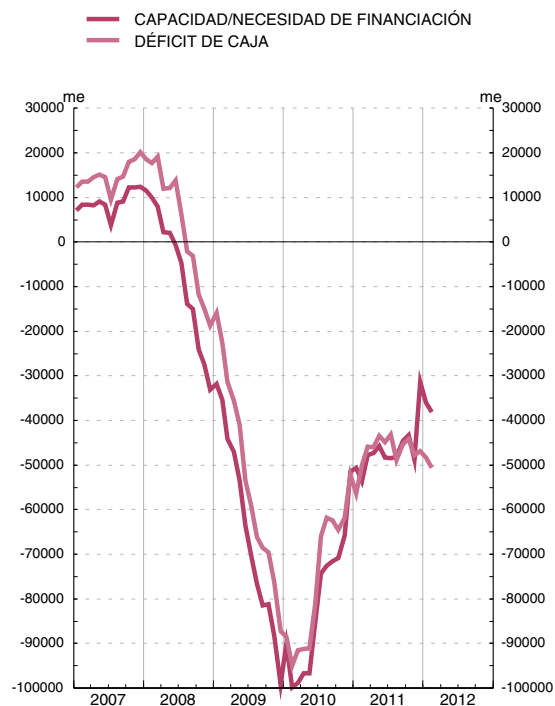
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

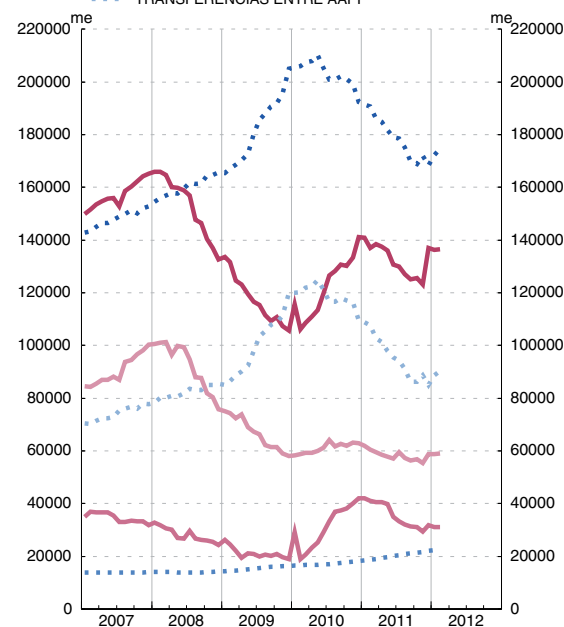
	Capaci- dad (+) o necesidad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Interes- es y otras rentas de la propie- dad	Impues- to sobre la renta y el patrimo- nio	Resto	Total	Remu- ne- ración de asalari- ados	Interes- es	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- tra- ciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14 = 15-16	15	16
07	12 365	165 285	31 885	12 938	6 636	100 446	13 380	152 920	18 006	14 032	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	-33 125	132 614	24 277	12 715	6 989	75 803	12 830	165 739	19 179	14 224	85 576	5 724	41 036	-18 747	129 336	148 082
09	-99 130	105 783	18 919	11 586	8 125	58 156	8 997	204 913	20 176	16 392	120 013	5 617	42 715	-87 281	102 038	189 319
10	P -51 448	141 061	41 995	11 798	7 722	62 838	16 708	192 509	20 125	18 103	109 650	4 243	40 388	-52 235	127 337	179 572
11	A -31 348	137 056	31 712	8 021	7 338	58 816	31 169	168 404	20 147	22 110	84 923	4 369	36 855	-46 950	104 145	151 095
11 E-F	A -13 862	9 637	4 097	1 279	533	3 068	660	23 499	2 790	3 303	11 271	9	6 126	-5 582	22 930	28 512
12 E-F	A -20 676	9 139	3 504	1 195	648	3 350	442	29 815	2 832	4 014	16 648	11	6 310	-9 196	23 063	32 258
11 Feb	A -9 184	4 594	2 253	464	235	1 458	184	13 778	1 418	1 433	7 254	9	3 664	2 125	13 447	11 322
Mar	A 2 455	14 470	4 784	446	1 379	6 227	1 634	12 015	1 484	1 805	5 804	364	2 558	-3 579	4 522	8 101
Abr	A -5 537	7 326	693	659	372	4 496	1 106	12 863	1 490	1 791	6 983	218	2 381	3 018	16 196	13 178
May	A -11 070	1 584	-111	631	83	-786	1 767	12 654	1 500	1 842	6 649	166	2 497	-7 939	958	8 897
Jun	A -71	13 767	4 322	773	392	6 095	2 185	13 838	2 623	1 829	6 200	112	3 074	-9 414	1 081	10 495
Jul	A -10 922	6 117	-142	810	17	5 094	338	17 039	1 460	1 920	10 421	249	2 989	2 886	15 698	12 812
Ago	A -1 854	8 102	171	524	375	5 465	1 567	9 956	1 411	1 873	4 348	41	2 283	-13 073	2 277	15 350
Sep	A 3 170	13 837	5 173	934	528	5 939	1 263	10 667	1 521	1 849	5 109	222	1 966	2 602	10 419	7 818
Oct	A -2 460	11 379	1 376	564	265	7 391	1 783	13 839	1 501	1 849	8 302	197	1 990	4 347	19 165	14 818
Nov	A -12 323	5 975	166	550	757	2 662	1 840	18 298	1 488	1 845	11 589	229	3 147	-11 815	4 068	15 882
Dic	A 21 126	44 862	11 183	851	2 637	13 165	17 026	23 736	2 879	2 204	8 247	2 562	7 844	-8 401	6 830	15 231
12 Ene	A -9 316	4 309	1 339	681	547	1 525	217	13 625	1 396	2 057	7 864	-	2 308	-9 040	9 194	18 235
Feb	A -11 360	4 830	2 165	514	101	1 825	225	16 190	1 436	1 957	8 784	11	4 002	-155	13 868	14 024

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL
(Suma móvil 12 meses)

— TOTAL RECURSOS
— IVA
— IMPUESTOS SOBRE LA RENTA Y EL PATRIMONIO
... TOTAL EMPLEOS
... INTERESES
... TRANSFERENCIAS ENTRE AAPP



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

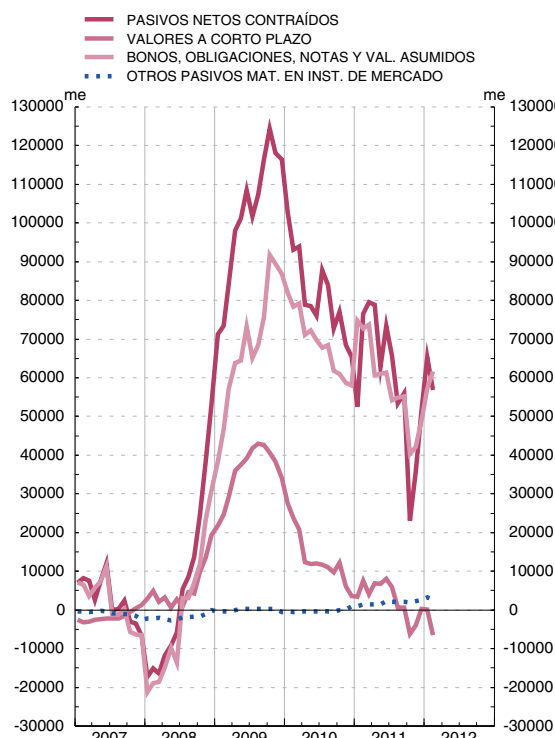
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

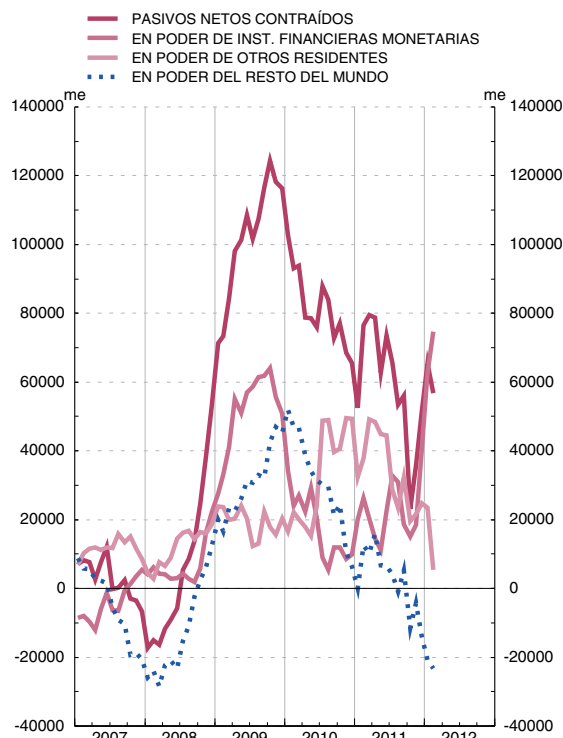
Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesidad (-) de fi- nancia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contra- ción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)	
		Del cual			Total	Del cual					Por sectores de contrapartida					
						Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
		Total	Depó- sitos en el Banco de España	En monedas distintas de la pese- ta/ euro		Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materia- lizados en ins- trumen- tos de mercado (a)	Otras cuentas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
											Total	Institu- ciones financie- ras moneta- rias	Otros sectores residen- tes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
07	12 365	5 657	65	-6 708	-118	1 206	-6 475	-519	-2 495	1 575	13 875	5 342	8 533	-20 582	-8 282	
08	-33 125	19 881	4 337	53 006	1 227	19 355	30 868	-520	-40	3 343	40 774	22 233	18 541	12 232	49 664	
09	-99 130	17 203	-4 197	116 333	1 524	34 043	86 835	-535	-510	-3 500	71 031	50 819	20 212	45 302	119 833	
10	P -51 448	14 015	-5	65 463	-726	3 616	57 958	-544	907	3 525	59 166	9 809	49 357	6 297	61 938	
11	A -31 348	20 010	-75	51 358	-1 442	312	48 941	-537	2 637	5	65 268	40 474	24 794	-13 910	51 353	
11 E-F	A -13 862	4 804	-5	18 666	29	1 173	12 738	-	536	4 219	10 627	1 594	9 032	8 039	14 447	
12 E-F	A -20 676	3 426	19 274	24 102	12	-5 648	25 496	-	577	3 677	25 363	35 696	-10 333	-1 261	20 425	
11 Feb	A -9 184	10 067	-4	19 251	14	1 979	7 972	-	530	8 770	13 635	2 273	11 362	5 616	10 481	
Mar	A 2 455	9 416	-195	6 961	-5	-2 423	13 480	-	-23	-4 074	4 928	2 822	2 106	2 033	11 034	
Abr	A -5 537	3 936	18 220	9 473	-4	-259	-9 917	-537	-4	20 189	8 021	-2 242	10 263	1 452	-10 716	
May	A -11 070	-19 172	-18 220	-8 102	15	436	8 307	-	0	-16 845	2 491	4 537	-2 046	-10 593	8 743	
Jun	A -71	11 067	80	11 138	-37	2 444	9 324	-	918	-1 548	10 056	11 141	-1 085	1 082	12 686	
Jul	A -10 922	-298	-82	10 624	-1 454	336	-15 631	-	5	25 914	14 410	-3 794	18 205	-3 786	-15 290	
Ago	A -1 854	-19 020	1	-17 166	11	-2 795	5 710	-	14	-20 095	-13 973	-4 216	-9 757	-3 193	2 929	
Sep	A 3 170	11 497	1	8 327	-25	707	9 217	-	-38	-1 559	1 449	-395	1 844	6 877	9 886	
Oct	A -2 460	-14 364	0	-11 904	5	-1 682	-7 751	-	-15	-2 456	-5 587	167	-5 753	-6 317	-9 448	
Nov	A -12 323	2 687	0	15 010	11	203	10 119	-	388	4 300	12 866	4 984	7 882	2 144	10 710	
Dic	A 21 126	29 458	125	8 332	12	2 173	13 344	-	854	-8 039	19 980	25 876	-5 896	-11 648	16 371	
12 Ene	A -9 316	4 062	-210	13 378	12	-937	12 945	-	581	789	17 958	21 670	-3 712	-4 580	12 589	
Feb	A -11 360	-636	19 483	10 724	-	-4 712	12 551	-	-4	2 888	7 405	14 026	-6 621	3 318	7 836	

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.

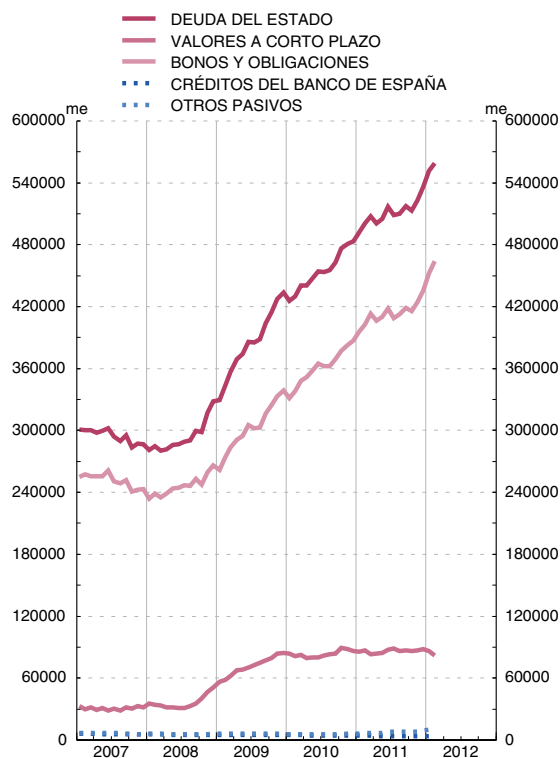
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

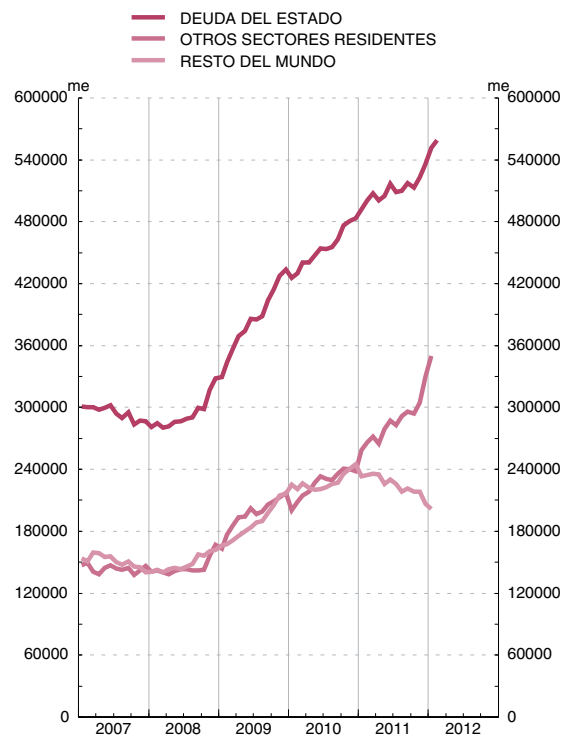
Millones de euros

		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	Otros depósitos: Subastas de liquidez del Tesoro (b)	Avalos prestados (saldo vivo)	
				En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes						Resto del mundo
									Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
07		286 531	355	31 644	243 246	5 832	5 808	171 839	25 551	146 288	140 243	165	15 018	6 162	
08		328 379	63	50 788	266 334	5 249	6 008	201 112	34 511	166 601	161 779	4 502	21 403	8 152	
09		433 436	68	84 303	338 969	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 241	305	24 486	58 854	
10	P	483 382	0	85 980	386 915	4 082	6 406	299 410	61 170	238 240	245 142	300	28 598	73 560	
11	Feb	A 500 486	0	87 018	402 444	4 082	6 942	327 782	61 764	266 018	234 468	295	45 108	81 961	
	Mar	A 507 343	0	83 408	412 935	4 082	6 919	336 158	64 409	271 749	235 594	100	47 541	83 500	
	Abr	A 500 417	0	83 479	406 524	3 499	6 915	328 267	63 126	265 140	235 276	18 320	41 459	84 677	
	May	A 505 020	0	84 462	410 145	3 499	6 915	345 159	65 894	279 264	225 756	100	39 911	85 531	
	Jun	A 516 898	0	87 532	418 034	3 499	7 833	352 297	65 312	286 985	229 913	180	40 164	87 329	
	Jul	A 508 706	0	88 799	408 570	3 499	7 838	345 975	63 203	282 772	225 934	98	48 068	88 994	
	Ago	A 509 954	0	86 095	412 508	3 499	7 853	354 936	63 361	291 574	218 380	99	19 953	88 644	
	Sep	A 517 180	0	87 096	418 771	3 499	7 815	360 287	64 546	295 740	221 440	100	31 403	88 606	
	Oct	A 512 796	0	85 927	415 570	3 499	7 800	355 899	61 553	294 345	218 450	100	27 091	91 381	
	Nov	A 522 769	0	86 551	424 531	3 499	8 188	365 709	61 032	304 677	218 092	100	24 381	92 063	
	Dic	A 536 198	0	88 363	435 294	3 499	9 043	392 391	62 613	329 778	206 420	225	30 391	98 348	
12	Ene	A 551 692	0	86 371	452 199	3 499	9 623	413 330	63 478	349 852	201 840	15	36 152	100 274	
	Feb	A 559 181	0	81 892	464 171	3 499	9 620	...	63 617	...	...	19 499	35 267	98 287

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.

b. Incluye las subastas diarias de liquidez del Tesoro que figuran en sus cuentas en el Banco de España y las operaciones de compraventas dobles (simultáneas) que realiza el Tesoro a un mes.

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

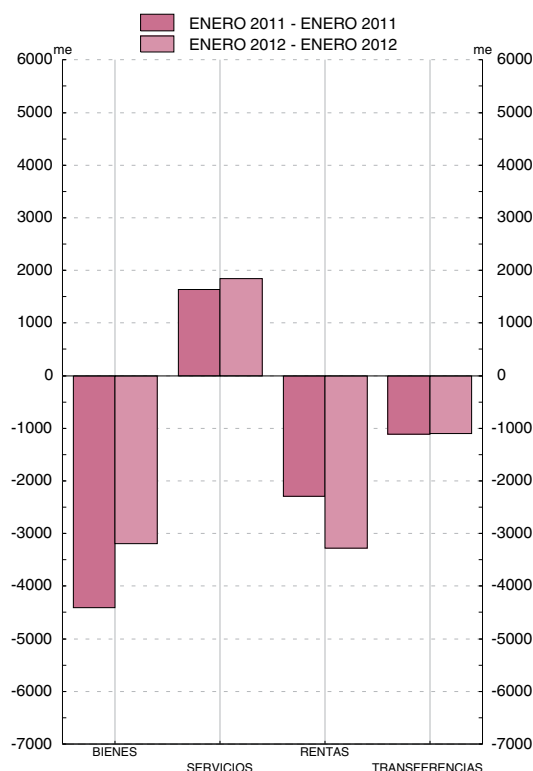
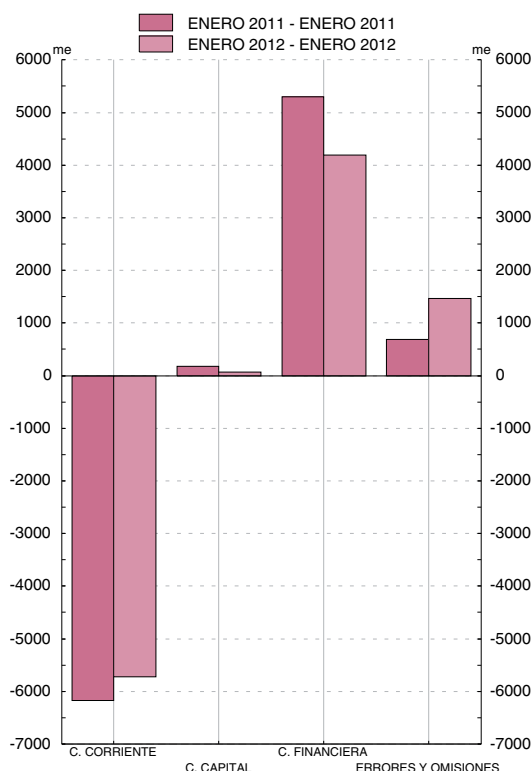
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

		Cuenta corriente (a)																	
Total (saldo)		Bienes			Servicios						Rentas			Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes	
		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)		
09		-50 539	-41 611	164 083	205 693	25 032	88 754	38 125	63 722	12 086	-25 931	45 338	71 269	-8 030	4 224	-46 315	51 982	-5 667	
10	P	-47 427	-47 779	193 666	241 445	27 514	93 870	39 621	66 356	12 663	-19 849	46 051	65 901	-7 313	6 289	-41 138	43 174	-2 036	
11	P	-37 766	-39 701	222 635	262 336	33 997	102 000	43 026	68 002	12 422	-26 134	42 269	68 403	-5 928	5 487	-32 278	33 846	-1 567	
11	E-E	P	-6 171	-4 406	16 476	20 881	1 635	7 072	2 591	5 436	893	-2 293	2 631	4 924	-1 107	181	-5 989	5 295	694
12	E-E	P	-5 727	-3 193	17 342	20 535	1 842	7 062	2 677	5 221	832	-3 280	2 838	6 118	-1 096	68	-5 659	4 191	1 468
10	Oct	P	-2 770	-3 304	17 810	21 114	2 779	8 214	3 850	5 435	1 209	-1 235	3 394	4 629	-1 010	128	-2 643	2 109	533
	Nov	P	-4 317	-3 665	18 282	21 947	1 474	6 954	2 520	5 480	1 096	-2 945	2 472	5 417	819	322	-3 995	1 221	2 774
	Dic	P	-3 473	-5 096	16 935	22 032	989	7 274	2 064	6 285	971	-361	8 784	9 145	995	871	-2 602	1 171	1 431
11	Ene	P	-6 171	-4 406	16 476	20 881	1 635	7 072	2 591	5 436	893	-2 293	2 631	4 924	-1 107	181	-5 989	5 295	694
	Feb	P	-5 297	-2 714	17 713	20 426	981	6 403	2 243	5 422	924	-1 285	3 047	4 332	-2 279	1 250	-4 047	1 651	2 396
	Mar	P	-5 388	-4 020	20 537	24 557	1 593	7 464	2 733	5 872	872	-2 290	2 602	4 892	-671	132	-5 256	2 901	2 354
	Abr	P	-2 975	-3 410	17 990	21 400	2 326	7 364	2 850	5 038	838	-1 358	3 044	4 403	-532	284	-2 692	683	2 009
	May	P	-3 418	-2 987	18 961	21 948	3 229	8 384	3 526	5 155	651	-3 130	4 648	7 778	-530	619	-2 800	5 918	-3 119
	Jun	P	-1 322	-3 406	19 051	22 457	3 986	9 776	4 298	5 790	1 119	-1 462	4 561	6 022	-441	440	-882	841	41
	Jul	P	-880	-1 105	19 332	20 437	4 376	10 577	5 481	6 201	1 272	-3 501	3 920	7 421	-650	351	-528	6 236	-5 708
	Ago	P	-1 119	-4 400	16 044	20 445	5 064	10 471	5 734	5 407	1 368	-1 661	2 409	4 070	-121	935	-184	-334	518
	Sep	P	-3 726	-4 550	18 721	23 271	3 658	9 589	4 653	5 931	1 237	-2 325	3 369	5 694	-509	-19	-3 745	2 356	1 389
	Oct	P	-1 327	-3 023	19 858	22 880	3 666	9 443	4 154	5 777	1 172	-1 433	3 517	4 950	-538	280	-1 047	3 609	-2 562
	Nov	P	-2 109	-1 779	20 530	22 308	1 915	7 471	2 606	5 556	1 103	-2 619	3 168	5 787	374	869	-1 240	4 808	-3 568
	Dic	P	-4 034	-3 902	17 423	21 325	1 569	7 986	2 156	6 417	974	-2 778	5 352	8 129	1 077	165	-3 869	-118	3 987
12	Ene	P	-5 727	-3 193	17 342	20 535	1 842	7 062	2 677	5 221	832	-3 280	2 838	6 118	-1 096	68	-5 659	4 191	1 468

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).

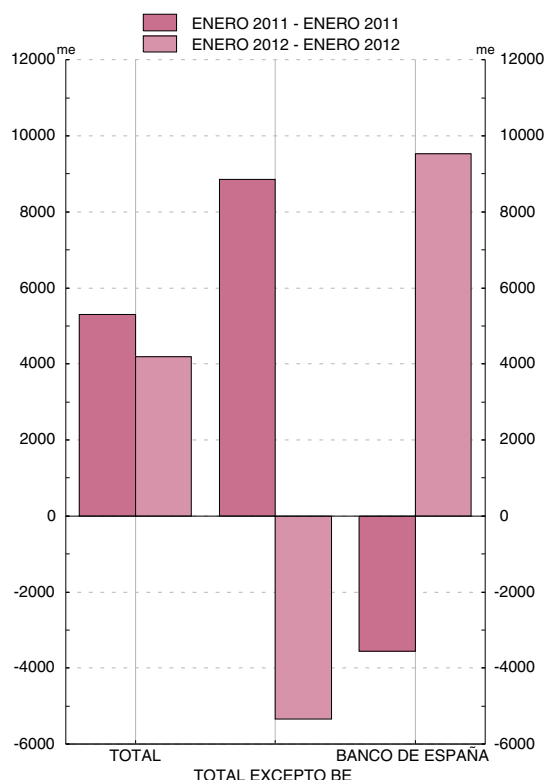
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

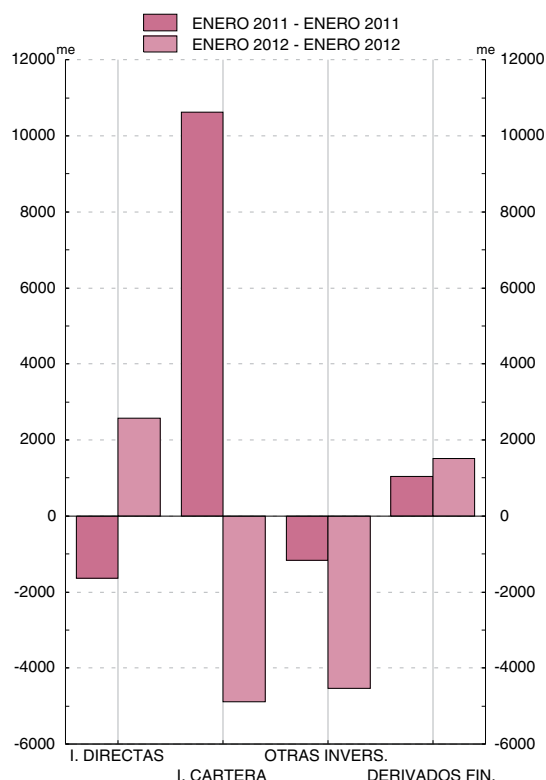
Millones de euros

		Cuenta finan- ciera (VNP- VNA) 1= 2+13	Total, excepto Banco de España											Banco de España			
			Total (VNP- VNA) 2=3+6+ 9+12	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Deriva- dos finan- cieros netos (VNP- VNA) 12	Total (VNP- VNA) 13=14+ 15+16	Reser- vas (e) 14	Activos netos frente al Euro- sistema (e) 15	Otros acti- vos netos (VNP- VNA) 16
				Saldo (VNP- VNA) 3=5-4	De España en el exterior (VNA) 4	Del exterior en España (VNP) (b) 5	Saldo (VNP- VNA) 6=8-7	De España en el exterior (VNA) 7	Del exterior en España (VNP) (c) 8	Saldo (VNP- VNA) 9=11-10	De España en el exterior (VNA) 10	Del exterior en España (VNP) 11					
09		51 982	41 517	-1 917	9 409	7 491	44 824	3 491	48 315	4 665	4 009	8 674	-6 054	10 464	-1 563	6 146	5 882
10	P	43 174	27 478	1 827	28 949	30 776	27 671	-63 711	-36 040	-10 610	17 439	6 829	8 589	15 696	-814	9 788	6 722
11	P	33 846	-75 307	-6 428	25 472	19 044	-23 948	-42 336	-66 284	-47 437	42 464	-4 972	2 505	109 153	-10 010	124 056	-4 893
11 E-E	P	5 295	8 852	-1 645	5 171	3 526	10 631	-6 560	4 071	-1 174	13 779	12 605	1 040	-3 557	-216	-2 836	-506
12 E-E	P	4 191	-5 342	2 567	-1 471	1 096	-4 892	-155	-5 047	-4 540	-126	-4 667	1 524	9 533	-71	8 808	797
10 Oct	P	2 109	19 116	3 015	697	3 712	22 660	-7 775	14 886	-4 705	17 967	13 262	-1 854	-17 007	-212	-16 092	-703
Nov	P	1 221	2 104	2 127	4 081	6 208	-4 425	-4 750	-9 175	3 965	-10 550	-6 585	437	-883	-5	-83	-795
Dic	P	1 171	-6 299	2 524	3 683	6 208	-1 848	-7 810	-9 658	-7 754	12 604	4 850	779	7 470	-35	7 967	-462
11 Ene	P	5 295	8 852	-1 645	5 171	3 526	10 631	-6 560	4 071	-1 174	13 779	12 605	1 040	-3 557	-216	-2 836	-506
Feb	P	1 651	6 651	1 235	937	2 171	15 762	-3 425	12 337	-10 876	-3 266	-14 142	530	-5 000	-58	-5 121	180
Mar	P	2 901	5 384	-3 110	5 047	1 937	-3 575	1 573	-2 003	10 891	-430	10 461	1 178	-2 483	-218	-2 938	673
Abr	P	683	3 269	-3 758	6 179	2 420	-5 278	737	-4 540	14 179	663	14 842	-1 874	-2 586	-50	-2 495	-41
May	P	5 918	-9 557	-2 011	1 478	-534	-8 773	-4 018	-12 791	1 066	15 632	16 698	161	15 476	-59	15 530	5
Jun	P	841	7 859	-1 741	-5 212	-6 953	-5 819	-5 247	-11 066	15 755	-2 586	13 169	-336	-7 018	-27	-7 702	711
Jul	P	6 236	-4 768	763	2 150	2 913	-3 099	-4 804	-7 903	-2 216	-4 041	-6 258	-216	11 004	-1 462	11 311	1 156
Ago	P	-334	-18 087	-1 117	-1 099	-2 216	-8 352	-1 554	-9 907	-7 454	4 919	-2 535	-1 165	17 753	-43	21 553	-3 756
Sep	P	2 356	-7 908	2 516	1 439	3 955	-3 152	-1 900	-5 052	-7 682	-878	-8 560	410	10 264	-92	10 396	-40
Oct	P	3 609	-15 237	1 499	2 283	3 782	-5 451	-3 711	-9 162	-11 747	4 979	-6 768	462	18 845	-948	19 867	-73
Nov	P	4 808	-17 662	1 144	1 896	3 040	5 801	-8 477	-2 677	-25 797	10 311	-15 486	1 191	22 469	-3 694	28 690	-2 527
Dic	P	-118	-34 102	-201	5 203	5 002	-12 642	-4 949	-17 591	-22 382	3 382	-19 000	1 123	33 984	-3 142	37 801	-675
12 Ene	P	4 191	-5 342	2 567	-1 471	1 096	-4 892	-155	-5 047	-4 540	-126	-4 667	1 524	9 533	-71	8 808	797

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

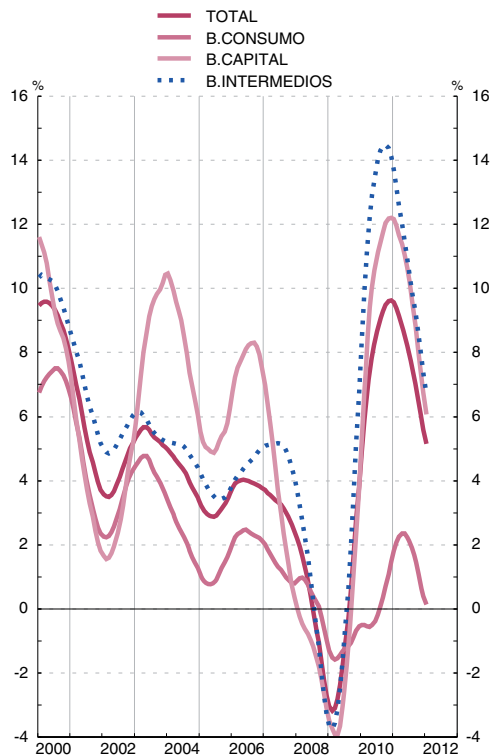
■ Serie representada gráficamente.

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		
04		146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,3	5,0	5,0	5,8	2,0	12,5	3,3	5,6	4,7		
05		155 005	5,5	0,8	-0,8	5,5	1,4	-8,7	2,2	2,6	2,3	4,3	10,2	9,1	11,8	31,4	14,5		
06		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		
07		185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,4	7,1	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8		
08		189 228	2,3	0,7	2,4	-5,6	0,6	19,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2		
09		159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,2	-15,1	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5		
10		186 780	16,8	15,0	-3,4	22,4	28,6	15,4	29,6	14,3	13,6	15,2	15,5	9,6	35,7	34,1	27,0		
10 Dic	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		
11 Ene	P	15 955	32,0	24,7	13,8	58,0	28,3	16,1	29,0	25,3	24,2	30,9	62,9	22,2	38,4	60,5	-7,1		
Feb	P	17 137	22,5	14,8	8,9	18,8	18,3	70,3	16,2	19,9	18,3	21,7	56,9	39,3	60,7	51,5	-54,1		
Mar	P	19 645	18,0	10,7	10,5	39,4	6,6	12,8	6,3	13,4	9,8	17,2	33,4	2,1	29,1	12,6	31,0		
Abr	P	17 344	18,6	8,4	7,2	23,1	6,9	35,3	5,5	15,2	10,8	15,8	50,4	34,7	23,7	17,0	-3,5		
May	P	18 328	13,0	12,3	10,0	-13,2	19,4	17,4	19,5	10,8	7,0	13,4	19,0	25,7	25,4	44,0	10,3		
Jun	P	17 954	10,8	6,3	8,2	9,1	4,9	29,4	3,7	7,9	5,1	8,6	35,3	5,0	13,9	38,6	12,1		
Jul	P	18 635	13,8	8,8	1,6	34,5	9,4	15,8	8,9	14,3	8,1	10,0	-10,1	21,3	8,0	6,5	5,6		
Ago	P	15 444	20,0	17,4	17,0	15,0	18,0	-1,4	19,8	19,3	16,3	20,2	16,4	25,6	21,3	25,1	34,6		
Sep	P	17 780	11,8	7,8	4,1	22,8	7,9	18,4	7,2	4,8	1,0	7,3	20,6	27,0	14,2	22,4	17,0		
Oct	P	19 394	11,5	5,1	0,9	-9,2	9,9	124,6	2,6	12,1	10,0	11,1	-7,6	9,3	7,3	38,1	16,3		
Nov	P	19 866	13,4	8,7	0,2	15,4	13,2	102,0	7,3	14,3	14,5	12,7	-1,8	14,1	3,8	27,0	14,8		
Dic	P	17 004	6,6	2,1	-11,4	10,0	10,1	-0,8	10,8	-0,7	-4,6	1,0	14,6	75,4	13,6	15,8	10,3		
12 Ene	P	16 579	3,9	1,9	-5,2	-4,5	7,2	29,8	5,9	0,8	-1,3	-0,5	6,4	42,5	16,2	14,6	37,3		

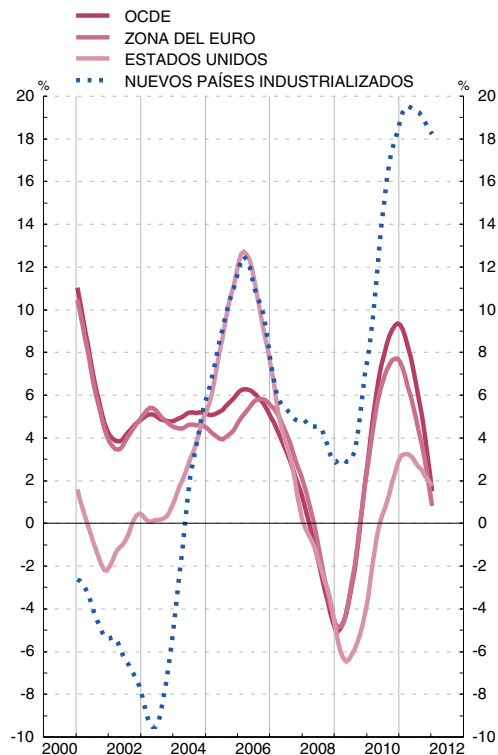
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

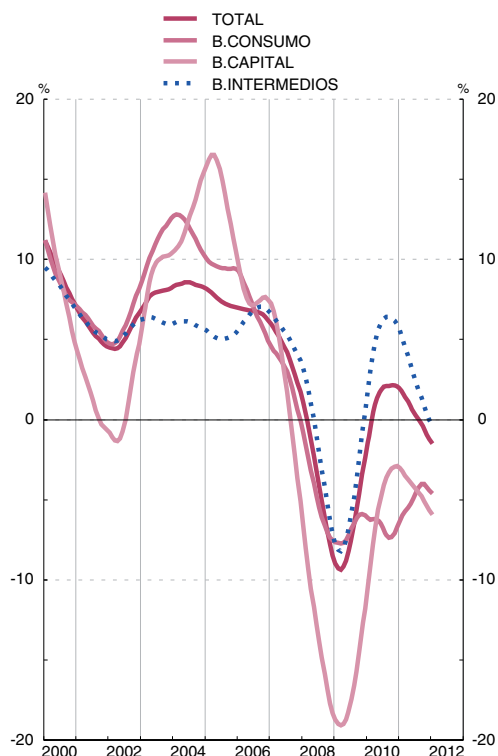
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

		Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)								
		Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados		
							Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:							
												Total	Estados Unidos						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
04		208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,4	9,9	10,0	11,4	9,3	17,9	7,9	26,8	14,6		
05		232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,3	11,1	1,1	5,6	5,3	6,2	-0,1	40,8	29,3	37,3	11,2		
06		262 687	12,8	8,5	7,3	2,5	10,2	6,1	11,5	8,4	8,0	8,8	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6		
07		285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,7	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7		
08		283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,8	-7,3	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1		
09		206 116	-27,3	-17,5	-12,1	-31,4	-17,5	-9,9	-20,0	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6		
10		240 056	16,5	11,3	-4,1	9,0	19,0	3,3	24,5	9,8	7,5	10,5	14,2	36,0	44,8	30,8	7,1		
10 Dic	P	21 321	20,2	9,8	-8,8	-4,5	21,5	18,6	22,4	9,5	8,5	10,5	40,8	41,9	51,1	20,5	7,3		
11 Ene	P	20 882	25,8	12,8	-2,1	21,1	17,4	22,6	15,7	15,4	15,0	17,7	32,9	39,8	49,6	22,4	-2,9		
Feb	P	20 387	16,2	5,5	-0,1	-1,9	8,4	1,5	10,4	11,0	13,6	12,4	36,4	26,8	19,8	9,6	8,1		
Mar	P	24 239	15,7	3,9	-1,2	-8,0	7,3	-6,0	11,0	13,6	15,5	13,4	19,9	3,4	4,2	-4,4	7,8		
Abr	P	21 306	8,5	-2,2	-8,0	-11,7	1,0	-1,3	1,7	2,2	2,2	3,3	21,4	12,1	68,5	0,7	-20,1		
May	P	21 738	6,7	2,6	-10,4	2,5	7,8	-3,5	10,9	2,0	5,6	3,1	-3,0	16,4	3,4	5,7	7,0		
Jun	P	21 878	4,6	-2,5	-7,7	-5,8	-0,3	2,5	-1,1	-4,0	-4,3	-2,6	11,9	-1,0	20,7	2,1	-8,4		
Jul	P	20 277	-1,9	-10,3	-10,1	-14,7	-10,0	-12,3	-9,3	-6,7	-6,2	-5,8	1,1	9,8	26,1	-16,4	-3,8		
Ago	P	20 366	17,5	11,5	12,1	8,4	11,8	6,2	13,7	15,3	15,2	15,3	28,7	13,5	18,9	8,8	23,8		
Sep	P	22 633	11,8	4,4	2,9	3,1	5,1	18,6	1,6	5,0	3,5	7,7	14,8	44,0	15,6	-9,2	-16,6		
Oct	P	23 026	9,2	0,5	24,6	-8,7	-7,0	-10,0	-6,2	17,4	19,5	11,6	-3,7	-4,2	41,0	-3,6	-9,2		
Nov	P	22 540	5,3	-4,9	-10,0	-4,2	-3,1	1,5	-4,4	3,1	3,3	3,8	25,4	31,9	4,2	-7,2	-17,2		
Dic	P	21 552	1,1	-5,0	-13,4	-9,0	-1,4	-1,5	-1,4	0,5	1,5	4,6	-13,4	3,2	29,3	-13,8	-4,3		
12 Ene	P	20 234	-3,1	-8,2	-2,2	-11,3	-9,7	-14,9	-8,0	-4,9	-4,4	-5,9	-18,9	21,3	30,4	-0,2	-3,5		

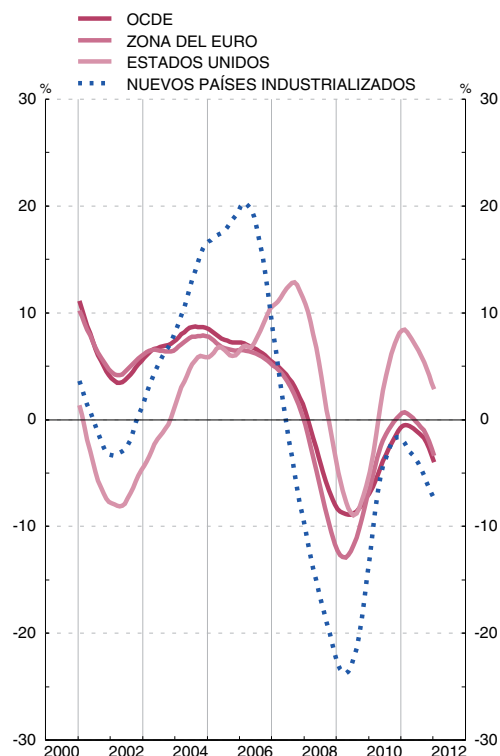
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

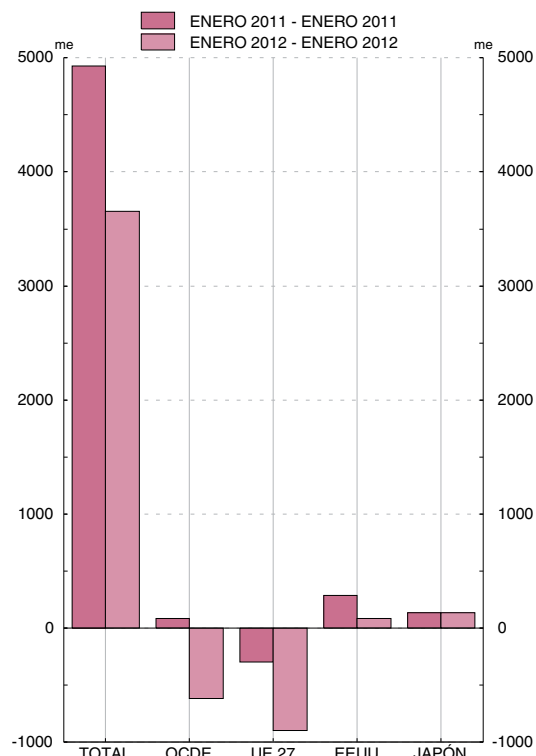
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

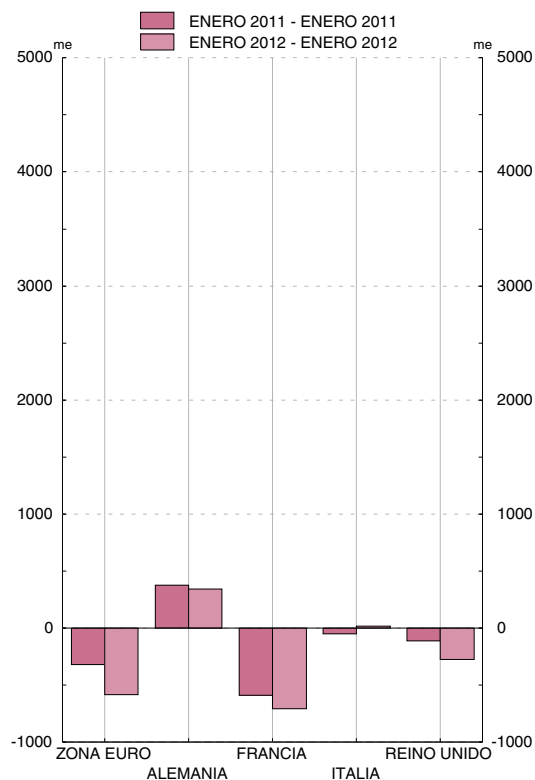
Millones de euros

	1	Total mundial	Unión Europea (UE 27)							OCDE				OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
			Total	Zona del Euro					Resto de la UE 27		Del cual:						
				Del cual:					Del cual:		Total	EEUU	Japón				
				Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido								
			2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
05		-77 950	-30 703	-29 422	-16 749	-3 112	-6 938	-1 281	-210	-41 860	-1 092	-4 769	-12 938	-3 089	-10 182	-3 411	
06		-92 249	-33 547	-32 172	-18 689	-1 625	-7 184	-1 375	294	-45 995	-1 062	-4 652	-17 031	-3 316	-12 647	-4 564	
07		-100 015	-40 176	-38 176	-23 752	-214	-8 375	-2 000	133	-54 211	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347	
08		-94 160	-26 262	-26 264	-19 612	3 019	-6 608	1	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296	
09		-46 227	-9 068	-6 762	-9 980	6 787	-1 847	-2 306	187	-15 709	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532	
10		-53 276	-4 960	-2 248	-8 598	7 904	-477	-2 712	597	-11 261	-3 058	-2 054	-16 216	-4 267	-16 253	-1 252	
11	P	-46 338	4 060	1 661	-8 917	10 180	-90	2 399	3 189	-453	-2 675	-1 338	-18 991	-5 340	-15 252	-1 068	
10 Dic	P	-5 365	-513	-208	-600	630	-225	-305	-94	-1 025	-345	-150	-1 873	-472	-1 339	-122	
11 Ene	P	-4 927	299	322	-374	591	50	-23	111	-84	-284	-134	-1 901	-398	-1 434	-131	
Feb	P	-3 250	413	362	-625	767	-79	51	230	198	-174	-168	-1 618	70	-1 209	-109	
Mar	P	-4 594	-300	-451	-1 091	741	-38	151	376	-521	-237	-181	-1 491	-419	-1 181	-216	
Abr	P	-3 962	240	-173	-866	743	-75	413	274	-251	-141	-118	-1 428	-822	-1 069	-107	
May	P	-3 410	338	174	-754	759	69	164	290	231	-100	-66	-1 410	-336	-1 250	-116	
Jun	P	-3 925	597	492	-699	1 003	40	105	207	383	-116	-114	-1 542	-391	-1 277	-78	
Jul	P	-1 642	2 013	1 159	-528	989	181	854	532	1 500	-237	-103	-1 695	-371	-1 235	-52	
Ago	P	-4 922	-264	-461	-859	463	-53	198	326	-374	-197	-109	-1 583	-394	-1 599	-74	
Sep	P	-4 853	-163	-166	-840	738	-3	3	178	-483	-266	-86	-1 808	-480	-1 467	-21	
Oct	P	-3 632	-131	-440	-1 171	1 495	-58	309	190	-461	-290	-52	-1 338	-546	-1 278	-27	
Nov	P	-2 674	1 653	1 589	-559	1 570	70	64	149	936	-492	-122	-1 678	-546	-1 172	-50	
Dic	P	-4 549	-636	-747	-552	322	-195	111	328	-1 527	-141	-85	-1 499	-706	-1 081	-87	
12 Ene	P	-3 655	900	586	-340	706	-15	315	276	620	-85	-134	-2 209	-589	-1 398	-61	

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.

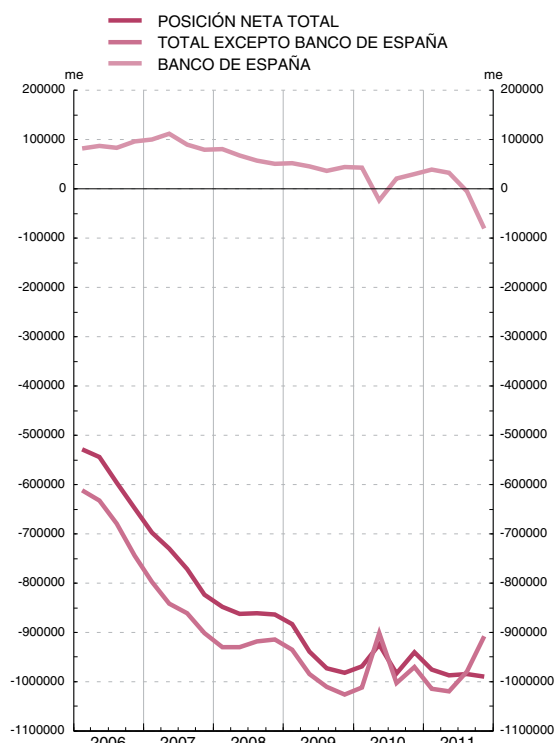
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

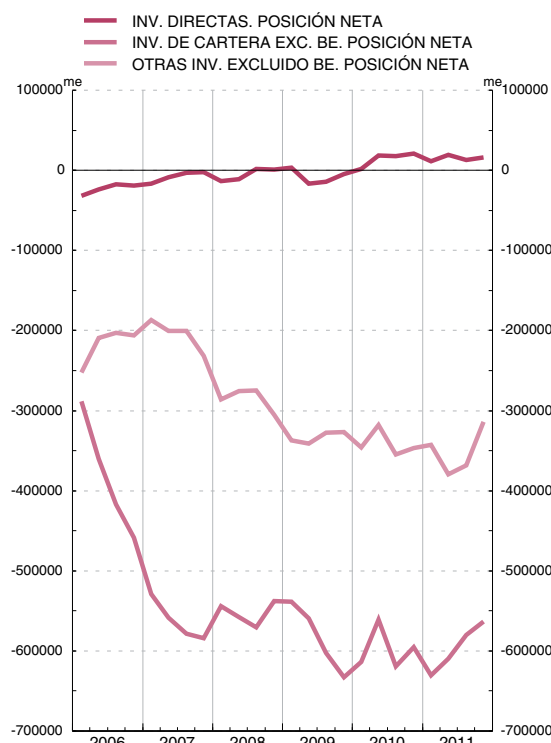
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	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)	
			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	2= 3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13= 14 a 16	14	15	16		
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 / IV	-863,1	-914,0	1,3	424,4	423,2	-603,7	354,2	958,0	-305,1	386,6	691,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0	
09 / I	-883,2	-935,4	3,3	415,8	412,5	-601,9	337,0	938,8	-336,9	374,6	711,6	0,0	52,3	15,7	-27,4	64,0	
II	-939,2	-984,6	-16,5	425,4	441,9	-619,5	357,9	977,4	-341,4	370,4	711,8	-7,3	45,4	15,1	-30,5	60,7	
III	-973,2	-1 010,1	-14,7	430,7	445,4	-663,2	371,4	1 034,6	-327,3	364,4	691,7	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2	
IV	-982,2	-1 026,3	-4,5	434,4	438,9	-693,7	374,3	1 068,1	-327,1	369,6	696,8	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9	
10 / I	-969,4	-1 011,7	2,0	442,1	440,0	-673,5	380,8	1 054,3	-346,0	362,1	708,1	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0	
II	-924,9	-901,5	18,1	461,9	443,8	-613,9	353,1	967,0	-317,6	370,8	688,4	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1	
III	-982,9	-1 003,1	18,0	469,7	451,6	-670,6	334,5	1 005,1	-354,8	354,1	708,9	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9	
IV	-939,8	-970,1	21,2	490,5	469,4	-647,6	312,9	960,5	-346,4	372,6	718,9	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5	
11 / I	-975,2	-1 014,7	11,3	488,4	477,1	-681,8	302,0	983,9	-342,6	378,6	721,2	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5	
II	-987,3	-1 019,4	19,2	488,9	469,6	-658,6	293,6	952,2	-379,8	382,3	762,1	-0,3	32,2	23,5	-40,6	49,3	
III	-984,2	-979,1	12,7	480,3	467,6	-631,2	273,9	905,1	-368,1	388,0	756,1	7,6	-5,2	27,6	-83,8	51,1	
IV	-989,1	-908,1	16,3	496,4	480,1	-616,0	257,5	873,6	-314,4	399,1	713,5	6,0	-81,0	36,4	-170,2	52,8	

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.

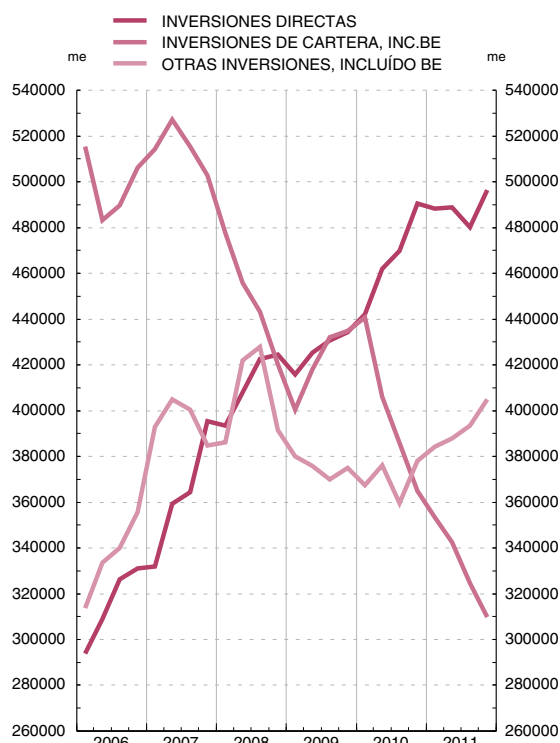
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

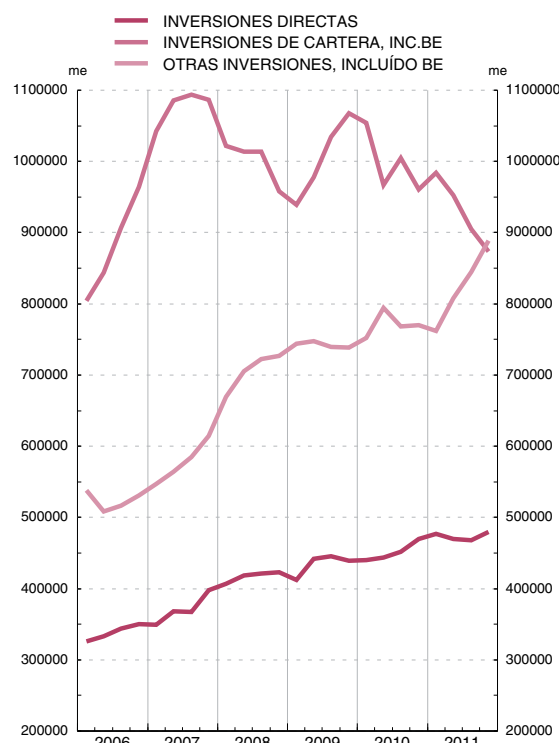
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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				
03	160 519	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
07	368 306	27 086	307 278	90 696	132 955	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
08 /V	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
09 /	383 808	32 027	309 053	103 443	52 268	348 226	142 042	796 767	380 059	744 043	111 670	111 538
II	389 679	35 700	321 139	120 735	59 963	358 187	177 536	799 835	375 889	747 409	92 879	100 032
III	397 659	33 053	327 809	117 569	71 192	360 879	218 231	816 410	369 856	739 197	85 194	90 098
IV	404 194	30 207	327 215	111 662	78 591	356 340	222 620	845 431	375 092	738 182	77 449	78 498
10 /	411 467	30 598	332 164	107 860	89 505	351 095	199 350	854 927	367 553	751 768	93 867	88 286
II	429 194	32 695	335 839	107 950	87 547	318 418	170 392	796 639	376 221	794 278	118 304	106 522
III	432 827	36 840	341 931	109 690	88 917	297 025	195 473	809 595	359 510	768 336	121 434	117 049
IV	452 001	38 524	356 327	113 049	92 593	272 442	182 626	777 853	378 142	770 233	95 116	92 459
11 /	450 308	38 054	366 640	110 460	92 555	260 757	206 111	777 742	384 224	761 880	80 724	82 170
II	450 211	38 647	364 862	104 758	91 621	250 818	195 845	756 358	387 925	807 844	83 747	84 040
III	440 270	40 008	365 533	102 084	78 060	246 552	160 673	744 434	393 545	845 109	134 796	127 191
IV	454 261	42 122	373 113	106 960	77 192	232 706	165 541	708 018	404 828	888 811	140 225	134 353

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.

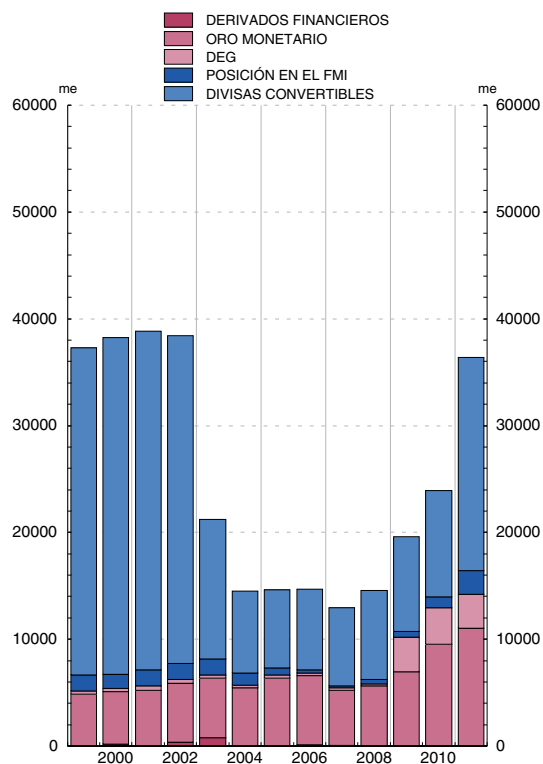
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

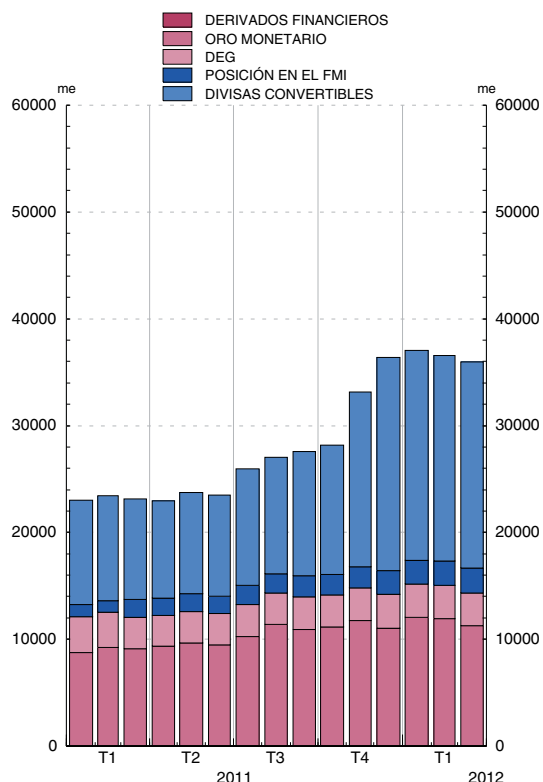
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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
06	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
07	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
08	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
09	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
10	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
10 Oct	22 754	9 696	990	3 302	8 766	-	9,1
Nov	24 351	10 279	1 024	3 416	9 632	-	9,1
Dic	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
11 Ene	23 034	9 769	1 158	3 345	8 762	-	9,1
Feb	23 410	9 812	1 040	3 322	9 235	-	9,1
Mar	23 159	9 439	1 643	2 957	9 119	-	9,1
Abr	22 965	9 102	1 606	2 891	9 365	-	9,1
May	23 734	9 452	1 676	2 943	9 664	-	9,1
Jun	23 471	9 420	1 667	2 938	9 447	-	9,1
Jul	25 955	10 908	1 809	2 979	10 259	-	9,1
Ago	27 004	10 878	1 796	2 958	11 373	-	9,1
Sep	27 566	11 619	1 953	3 072	10 922	-	9,1
Oct	28 197	12 124	1 913	3 010	11 150	-	9,1
Nov	33 157	16 393	1 952	3 072	11 740	-	9,1
Dic	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1
12 Ene	37 017	19 620	2 233	3 139	12 025	-	9,1
Feb	36 582	19 242	2 305	3 087	11 949	-	9,1
Mar	35 977	19 312	2 312	3 095	11 258	-	9,1

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias				
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obliga- ciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
07 IV	1 563 730	197 835	4 653	878	173 266	19 038	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300
08 I	1 596 725	200 163	6 329	558	173 668	19 607	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
II	1 651 445	202 260	5 594	162	177 009	19 495	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
III	1 690 245	217 747	9 722	494	187 624	19 907	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
IV	1 672 021	233 755	12 480	2 099	198 366	20 810	-	766 311	12 224	400 691	249 210	104 187
09 I	1 699 703	243 632	15 801	480	204 677	22 675	-	784 094	15 149	411 446	248 803	108 696
II	1 722 777	257 152	21 125	979	211 224	23 825	-	786 229	14 200	409 692	251 975	110 363
III	1 732 303	276 333	31 005	709	219 260	25 359	-	770 038	14 217	391 123	257 026	107 671
IV	1 757 372	299 770	44 479	532	229 085	25 674	-	782 874	14 903	384 509	260 304	123 157
10 I	1 786 151	317 453	51 915	117	238 554	26 866	-	790 837	16 642	399 817	257 305	117 073
II	1 771 459	294 015	39 746	195	225 561	28 513	-	743 955	12 157	378 888	241 321	111 589
III	1 755 001	304 274	39 461	935	234 645	29 233	-	759 772	10 926	396 110	244 563	108 173
IV	1 727 443	291 454	36 687	980	223 117	30 671	-	762 044	9 906	413 379	240 476	98 283
11 I	1 717 426	293 224	37 927	489	223 501	31 307	-	765 679	10 638	395 695	240 727	118 619
II	1 741 164	287 894	37 349	11	217 811	32 722	-	796 722	7 547	425 267	235 873	128 035
III	1 767 509	294 170	36 693	511	224 087	32 879	-	772 755	6 203	402 061	228 074	136 418
IV	1 775 187	282 299	29 566	432	218 006	34 296	-	716 442	3 494	362 532	219 461	130 955

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		
		Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
	Total (a)	Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiliadas
	13	14		15	16	17	18	19	20	21		22	23	24	25
07 / IV	3 550	3 550	493 937	701	20 981	314	343 564	126 473	331	1 573	144 292	55 165	89 128
08 /	1 855	1 855	484 555	927	22 022	473	328 226	130 418	358	2 132	141 624	56 104	85 520
II	12 326	12 326	493 741	6 217	22 786	1 465	327 505	133 364	355	2 047	149 032	61 350	87 683
III	24 276	24 276	501 587	18 093	25 024	1 342	318 792	136 110	362	1 865	154 144	62 559	91 585
IV	35 233	35 233	479 500	13 329	22 307	2 668	302 204	136 854	361	1 777	157 223	65 142	92 080
09 /	32 491	32 491	480 593	20 122	19 430	3 275	292 216	143 518	393	1 639	158 893	69 975	88 918
II	35 596	35 596	468 268	18 969	17 448	2 416	282 343	145 040	385	1 667	175 532	90 696	84 836
III	47 538	47 538	461 698	13 249	16 429	2 552	281 652	145 875	419	1 522	176 696	89 842	86 854
IV	41 400	41 400	459 569	18 059	14 269	2 375	278 601	144 393	419	1 454	173 759	73 851	99 908
10 /	43 673	43 673	454 733	14 758	15 156	3 179	275 753	144 190	424	1 273	179 455	69 133	110 323
II	105 881	105 881	447 066	12 714	17 969	4 462	265 140	145 178	431	1 172	180 542	66 633	113 909
III	59 477	59 477	454 407	14 032	17 523	4 762	265 968	150 569	421	1 134	177 070	66 796	110 275
IV	51 323	51 323	443 265	11 929	18 327	3 974	255 738	151 644	422	1 231	179 356	66 747	112 609
11 /	40 665	40 665	440 053	11 724	19 511	3 508	253 224	150 279	415	1 391	177 804	67 050	110 754
II	45 732	45 732	433 855	11 840	19 906	3 882	245 937	150 878	414	997	176 962	67 701	109 260
III	89 019	89 019	433 599	7 466	20 310	6 076	241 912	156 419	420	997	177 966	67 908	110 059
IV	175 360	175 360	422 729	5 343	21 229	6 234	232 149	156 355	423	997	178 357	68 867	109 491

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					
	Total	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
10 Oct	463 422	184 986	327 455	-984	-	662	48 697	265 250	813 259	95 670	511 143	132 536	198 171
Nov	473 553	179 522	338 925	-4 462	-	1 776	42 207	258 331	813 937	91 614	511 275	135 946	215 222
Dic	473 174	194 560	333 046	-116	-	819	55 135	244 377	832 289	82 373	512 369	157 916	228 797
11 Ene	423 017	184 834	303 292	-4 467	-	65	60 707	239 928	827 363	94 746	548 751	133 430	183 089
Feb	448 819	159 033	323 186	-7 933	-	6 539	32 007	223 843	820 280	89 194	549 375	136 256	224 976
Mar	416 301	106 478	336 508	-4 166	-	1 478	23 997	205 766	822 946	81 378	552 327	146 232	210 536
Abr	396 372	96 912	322 853	-3 756	-	378	20 016	194 759	831 108	64 758	526 450	174 657	201 613
May	406 998	121 578	315 687	-6 504	-	252	24 016	190 096	833 005	53 806	526 287	170 428	216 902
Jun	431 648	134 617	315 438	-1 346	-	158	17 219	217 454	842 535	75 422	528 083	172 420	214 194
Jul	428 135	155 735	314 193	-3 563	-	123	38 354	218 792	851 836	74 499	541 021	166 522	209 343
Ago	415 158	152 276	371 089	-6 310	-	467	102 365	198 249	854 163	56 888	540 662	172 140	216 908
Sep	385 451	159 698	379 582	-7 589	-	613	146 852	184 329	852 472	47 300	543 854	171 590	201 122
Oct	381 055	201 431	381 245	-13 039	-	2 860	191 442	166 392	858 960	57 290	611 521	138 337	214 663
Nov	373 525	214 687	393 440	-12 911	-	2 392	224 082	157 921	865 195	62 105	614 105	155 275	215 605
Dic	394 459	229 993	481 184	-5 277	-	7 807	319 248	175 162	882 268	60 738	657 215	110 629	219 297
12 Ene	356 284	126 500	698 255	-	-	3 707	472 178	211 324	875 501	94 231	695 754	62 654	144 961
Feb	322 045	128 613	663 720	6 376	-	1 683	478 347	215 315	868 647	106 706	700 664	59 374	106 730
Mar	361 695	40 792	1 096 956	-	-	3 718	779 771	249 711	868 490	142 720	672 633	88 867	111 984

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							
	Total	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
10 Oct	67 947	13 512	57 773	662	-	1	4 002	49 480	-5 447	-170	74 449	18 195	19 186	73 628	24 084
Nov	61 527	13 352	51 105	155	-	-	3 084	42 571	-5 447	-131	73 297	20 212	19 224	74 416	24 534
Dic	66 986	22 197	47 538	241	-	-	2 990	50 767	-5 465	-6 565	75 356	14 283	19 258	76 945	28 249
11 Ene	53 646	17 882	39 237	-347	-	4	3 131	51 551	-5 585	-13 806	74 555	8 039	20 445	75 955	21 486
Feb	49 268	14 803	36 141	-402	-	-	1 273	43 382	-5 585	-13 975	73 006	10 280	20 545	76 716	25 447
Mar	42 244	9 090	34 734	-240	-	-	1 340	40 606	-5 585	-17 499	72 689	7 193	20 785	76 596	24 721
Abr	42 227	10 830	32 991	-544	-	-	1 050	43 621	-5 585	-18 560	73 096	6 828	19 781	78 702	22 751
May	53 134	18 422	39 430	-487	-	0	4 231	50 085	-5 585	-16 970	71 609	8 699	19 822	77 456	25 604
Jun	47 777	11 506	37 949	-127	-	40	1 591	47 536	-5 585	-17 618	71 283	9 185	19 886	78 200	23 444
Jul	52 053	21 686	35 678	-206	-	74	5 179	53 344	-5 585	-20 478	71 836	6 329	21 185	77 459	24 772
Ago	69 918	36 767	44 840	-435	-	51	11 304	69 880	-5 585	-18 545	70 845	11 743	21 543	79 590	24 169
Sep	69 299	32 965	46 394	-225	-	0	9 835	82 810	-5 585	-30 491	68 987	8 879	21 636	86 721	22 565
Oct	76 048	43 185	42 994	-461	-	0	9 670	93 640	-5 585	-36 331	68 456	5 754	24 147	86 395	24 324
Nov	97 970	54 449	51 831	-465	-	110	7 956	119 540	-5 585	-38 879	67 709	8 302	26 705	88 185	22 894
Dic	118 861	47 109	85 302	1 976	-	395	15 921	150 831	-5 604	-50 033	69 568	5 016	33 204	91 414	23 668
12 Ene	133 177	6 445	154 976	-0	-	-	28 244	175 940	-5 724	-53 051	68 708	5 847	37 116	90 489	16 012
Feb	152 432	17 505	152 297	2 293	-	1	19 665	196 896	-5 724	-49 527	67 114	10 035	37 120	89 556	10 787
Mar	227 600	1 037	315 306	-	-	-	88 742	252 097	-5 724	-30 159	66 912	24 829	35 054	86 847	11 386

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

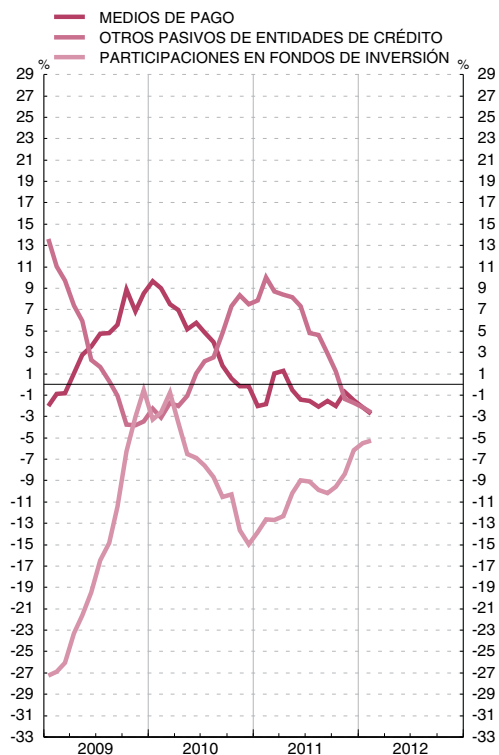
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

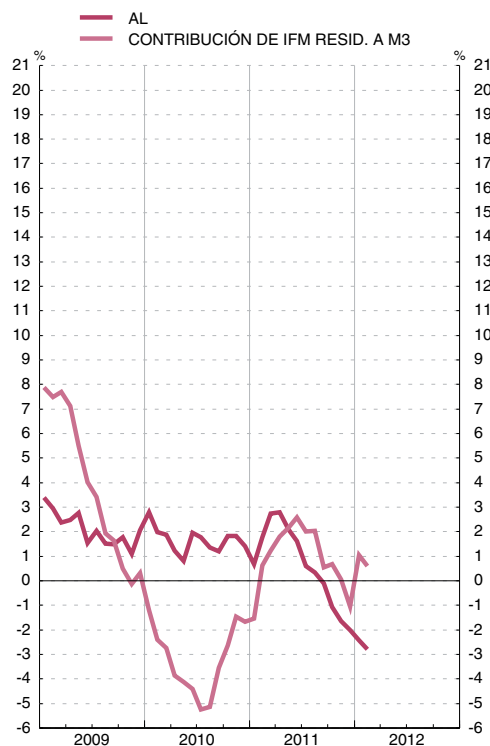
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
09	519 299	8,5	0,6	10,6	527 987	-3,5	-1,3	-18,0	-39,8	146 214	-0,6	1,1	-2,4	2,1	0,3
10	518 340	-0,2	-0,3	-0,1	567 698	7,5	6,4	27,4	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,4	-1,7
11	P 510 499	-1,5	-1,7	-1,5	557 909	-1,7	-2,3	7,0	-28,9	116 665	-6,2	-9,7	-3,4	-2,0	-1,1
10 Nov	503 973	-0,2	-0,4	-0,1	565 639	8,4	7,5	26,0	-24,9	125 886	-13,6	-28,6	4,3	1,8	-1,5
Dic	518 340	-0,2	-0,3	-0,1	567 698	7,5	6,4	27,4	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,4	-1,7
11 Ene	504 577	-2,0	-0,4	-2,4	567 652	7,9	7,1	22,7	-20,5	124 909	-13,8	-30,5	5,2	0,7	-1,5
Feb	506 132	-1,8	-0,4	-2,1	573 986	10,0	8,8	27,9	-11,5	125 719	-12,6	-30,6	7,1	1,8	0,6
Mar	514 331	1,0	-1,3	1,6	575 163	8,7	7,5	24,7	1,8	125 307	-12,7	-28,5	3,7	2,7	1,2
Abr	512 069	1,3	-0,7	1,8	572 624	8,4	7,9	18,6	-16,1	124 660	-12,3	-28,0	3,8	2,8	1,8
May	509 713	-0,5	-1,9	-0,2	576 138	8,2	7,4	18,5	0,5	123 436	-10,2	-25,8	5,6	2,1	2,2
Jun	523 525	-1,4	-2,3	-1,2	578 575	7,3	7,0	14,1	-13,4	121 717	-9,0	-21,1	2,4	1,6	2,6
Jul	515 634	-1,5	-2,6	-1,3	573 704	4,8	4,4	11,9	-17,0	121 283	-9,1	-18,6	-0,8	0,6	2,0
Ago	506 611	-2,1	-2,7	-1,9	575 021	4,6	4,5	9,9	-24,0	119 785	-9,9	-17,4	-3,4	0,3	2,0
Sep	502 856	-1,5	-2,0	-1,4	573 185	2,9	2,9	5,0	-14,3	117 938	-10,2	-15,8	-5,4	-0,1	0,5
Oct	P 495 872	-2,0	-1,8	-2,1	567 256	1,2	0,8	7,9	-13,8	118 090	-9,6	-14,3	-5,8	-1,1	0,7
Nov	P 500 274	-0,7	-1,5	-0,6	557 987	-1,4	-1,6	3,3	-20,1	115 330	-8,4	-12,8	-4,7	-1,7	0,1
Dic	P 510 499	-1,5	-1,7	-1,5	557 909	-1,7	-2,3	7,0	-28,9	116 665	-6,2	-9,7	-3,4	-2,0	-1,1
12 Ene	P 493 657	-2,2	-2,4	-2,1	555 318	-2,2	-3,2	13,2	-31,7	118 041	-5,5	-7,4	-4,1	-2,4	1,0
Feb	P 492 112	-2,8	-2,6	-2,8	558 781	-2,6	-3,4	9,2	-33,1	119 071	-5,3	-4,3	-6,0	-2,8	0,6

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

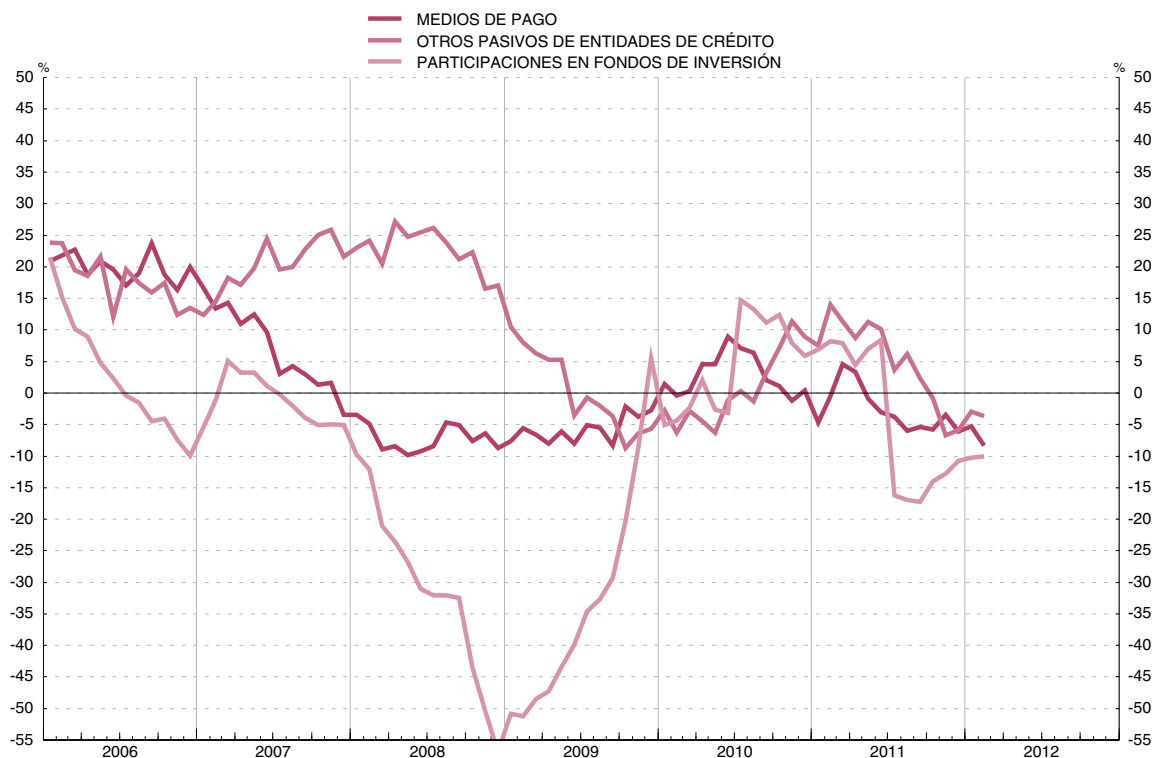
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual		
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
09		117 418	-2,8	113 352	-5,7	9,2	-39,4	11 475	5,5	1,0	10,8
10		117 930	0,4	123 451	8,9	6,1	20,5	12 153	5,9	-9,4	22,1
11	P	110 736	-6,1	116 197	-5,9	-10,9	12,1	10 851	-10,7	-13,8	-8,3
10	Nov	113 996	-1,2	123 165	11,4	9,6	18,6	12 302	7,9	-7,9	25,3
	Dic	117 930	0,4	123 451	8,9	6,1	20,5	12 153	5,9	-9,4	22,1
11	Ene	110 939	-4,6	118 255	7,5	5,4	16,5	12 228	6,9	-11,3	26,2
	Feb	115 172	-0,5	120 760	14,0	10,1	31,6	12 307	8,2	-11,5	28,5
	Mar	119 598	4,5	122 424	11,4	7,3	29,6	12 267	7,9	-9,1	24,5
	Abr	116 673	3,4	119 920	8,8	5,2	23,7	12 103	4,5	-13,3	22,7
	May	116 667	-0,9	122 279	11,2	5,9	35,8	11 983	7,0	-10,7	24,8
	Jun	120 261	-3,1	124 051	10,1	5,0	32,8	11 817	8,4	-5,1	21,1
	Jul	114 312	-3,8	119 445	3,7	-2,1	30,2	11 282	-16,3	-25,1	-8,6
	Ago	113 012	-5,9	121 566	6,2	1,3	26,4	11 142	-17,0	-24,1	-10,9
	Sep	110 571	-5,4	121 374	2,3	-1,9	19,1	10 970	-17,3	-22,6	-12,8
	Oct	P 107 271	-5,7	117 889	-0,8	-6,4	22,1	10 984	-14,0	-18,1	-10,6
	Nov	P 110 026	-3,5	114 961	-6,7	-11,0	9,1	10 727	-12,8	-16,7	-9,6
	Dic	P 110 736	-6,1	116 197	-5,9	-10,9	12,1	10 851	-10,7	-13,8	-8,3
12	Ene	P 105 055	-5,3	114 757	-3,0	-10,5	26,1	10 976	-10,2	-12,0	-8,9
	Feb	P 105 638	-8,3	116 376	-3,6	-10,7	22,8	11 072	-10,0	-9,1	-10,7

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.

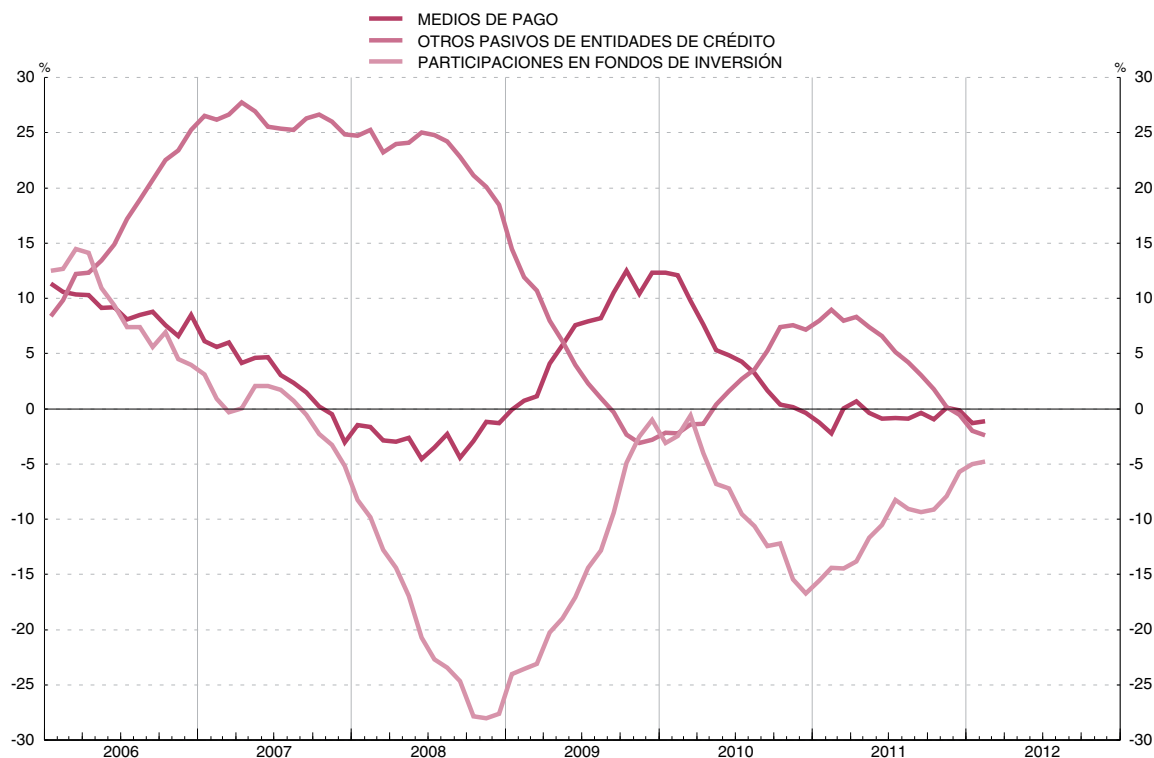
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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 interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		
			Efectivo	Depósitos a la vista (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
09		401 881	12,3	3,5	15,3	414 635	-2,8	-3,5	10,9	134 738	-1,0	1,1	-3,4
10		400 409	-0,4	0,2	-0,5	444 247	7,1	6,5	19,4	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
11	P	399 762	-0,2	-1,4	0,2	441 712	-0,6	-0,3	-5,4	105 814	-5,7	-9,3	-2,8
10	Nov	389 977	0,1	0,3	0,1	442 474	7,5	7,0	17,4	113 584	-15,4	-30,3	2,4
	Dic	400 409	-0,4	0,2	-0,5	444 247	7,1	6,5	19,4	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
11	Ene	393 638	-1,3	0,2	-1,7	449 397	8,0	7,5	16,3	112 681	-15,6	-32,1	3,3
	Feb	390 960	-2,2	0,1	-2,9	453 225	9,0	8,6	15,7	113 412	-14,4	-32,1	5,2
	Mar	394 733	0,0	-0,7	0,3	452 738	8,0	7,5	15,6	113 040	-14,5	-30,1	1,9
	Abr	395 397	0,7	-0,2	1,0	452 704	8,3	8,5	6,6	112 557	-13,8	-29,3	2,1
	May	393 045	-0,4	-1,5	-0,1	453 859	7,4	7,7	2,4	111 452	-11,7	-27,1	3,9
	Jun	403 265	-0,9	-1,8	-0,6	454 524	6,6	7,4	-5,1	109 900	-10,5	-22,5	0,8
	Jul	401 322	-0,8	-2,2	-0,5	454 259	5,1	6,0	-7,1	110 002	-8,3	-17,8	0,1
	Ago	393 599	-0,9	-2,2	-0,5	453 456	4,2	5,2	-10,1	108 644	-9,1	-16,7	-2,5
	Sep	392 285	-0,4	-1,6	0,0	451 811	3,0	4,0	-11,1	106 968	-9,4	-15,1	-4,6
	Oct	388 602	-1,0	-1,5	-0,8	449 367	1,8	2,4	-8,7	107 106	-9,1	-13,9	-5,2
	Nov	390 247	0,1	-1,1	0,4	443 027	0,1	0,6	-7,5	104 603	-7,9	-12,4	-4,2
	Dic	399 762	-0,2	-1,4	0,2	441 712	-0,6	-0,3	-5,4	105 814	-5,7	-9,3	-2,8
12	Ene	388 602	-1,3	-2,1	-1,0	440 561	-2,0	-1,6	-7,4	107 065	-5,0	-6,8	-3,6
	Feb	386 474	-1,1	-2,3	-0,8	442 406	-2,4	-1,8	-11,1	107 999	-4,8	-3,8	-5,5

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

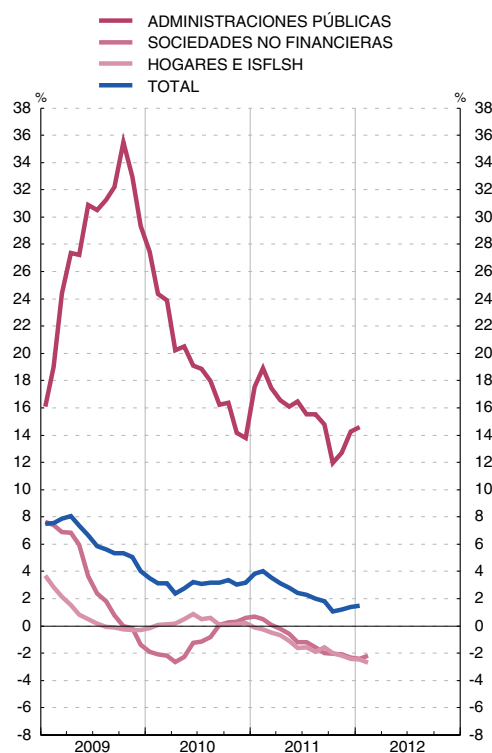
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

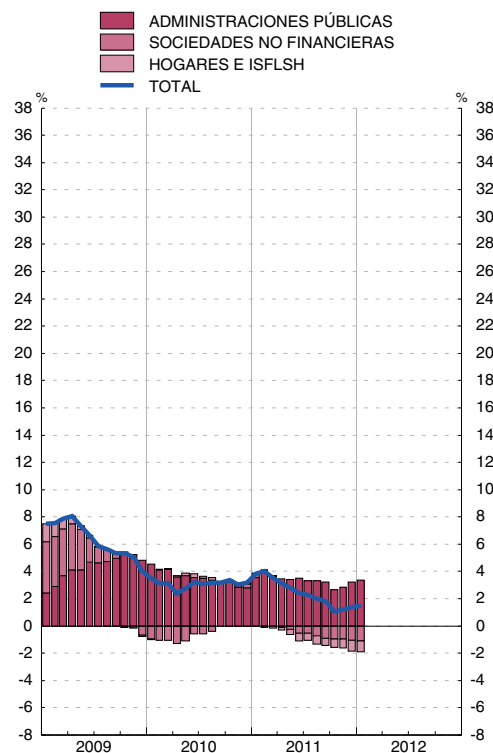
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	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	
09	2 767 886	107 334	4,0	29,3	-0,9	-1,4	-0,3	-2,0	36,3	0,4	4,8	-0,8	-0,7	-0,1	-1,4	0,5	0,1
10	2 843 823	87 706	3,2	13,8	0,4	0,6	0,2	-0,4	10,6	3,4	2,8	0,3	0,3	0,1	-0,3	0,2	0,4
11	P 2 864 929	39 874	1,4	14,3	-2,4	-2,3	-2,4	-3,7	7,8	2,7	3,2	-1,8	-1,1	-0,8	-2,3	0,2	0,3
10 Nov	2 850 034	14 242	3,0	14,2	0,2	0,3	0,1	-0,4	14,7	1,0	2,8	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,3	0,1
Dic	2 843 823	166	3,2	13,8	0,4	0,6	0,2	-0,4	10,6	3,4	2,8	0,3	0,3	0,1	-0,3	0,2	0,4
11 Ene	2 846 347	4 247	3,8	17,6	0,4	0,7	-0,1	-0,5	7,5	3,7	3,6	0,3	0,3	-0,0	-0,3	0,2	0,4
Feb	2 856 480	11 174	4,0	18,9	0,2	0,5	-0,3	-0,9	10,9	4,5	3,9	0,2	0,2	-0,1	-0,6	0,2	0,5
Mar	2 859 632	5 643	3,5	17,5	-0,1	0,1	-0,5	-1,1	9,0	3,3	3,7	-0,1	0,0	-0,1	-0,7	0,2	0,4
Abr	2 850 030	-7 575	3,1	16,5	-0,4	-0,2	-0,7	-1,2	4,2	3,2	3,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,8	0,1	0,4
May	2 851 679	1 770	2,8	16,1	-0,8	-0,6	-1,1	-1,7	5,4	3,2	3,4	-0,6	-0,3	-0,4	-1,1	0,1	0,4
Jun	2 866 898	16 924	2,4	16,4	-1,4	-1,2	-1,6	-2,4	4,9	3,0	3,5	-1,1	-0,6	-0,5	-1,5	0,1	0,4
Jul	2 854 698	-11 681	2,3	15,5	-1,3	-1,2	-1,6	-2,4	7,5	2,9	3,3	-1,1	-0,5	-0,5	-1,6	0,2	0,4
Ago	2 839 694	-14 707	2,0	15,5	-1,7	-1,6	-1,9	-2,8	7,0	2,7	3,3	-1,3	-0,7	-0,6	-1,8	0,1	0,3
Sep	2 852 608	14 523	1,8	14,8	-1,8	-2,0	-1,5	-3,0	7,1	2,6	3,2	-1,4	-0,9	-0,5	-1,9	0,2	0,3
Oct	P 2 843 245	-3 945	1,1	12,0	-2,0	-2,0	-2,0	-3,2	5,6	2,8	2,7	-1,6	-0,9	-0,6	-2,0	0,1	0,3
Nov	P 2 860 935	17 728	1,2	12,7	-2,1	-2,1	-2,2	-3,3	4,9	3,0	2,8	-1,6	-1,0	-0,7	-2,1	0,1	0,4
Dic	P 2 864 929	5 774	1,4	14,3	-2,4	-2,3	-2,4	-3,7	7,8	2,7	3,2	-1,8	-1,1	-0,8	-2,3	0,2	0,3
12 Ene	P 2 871 483	6 474	1,5	14,6	-2,4	-2,4	-2,5	-3,8	8,8	2,6	3,4	-1,9	-1,1	-0,8	-2,4	0,2	0,3
Feb	P ...	...	...	...	-2,4	-2,2	-2,7	-3,7	9,0	2,3	...	...	...	...	...	...	...

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.

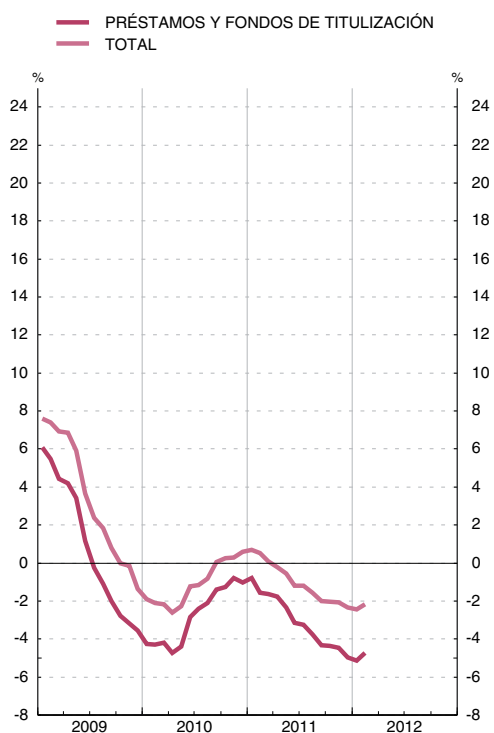
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

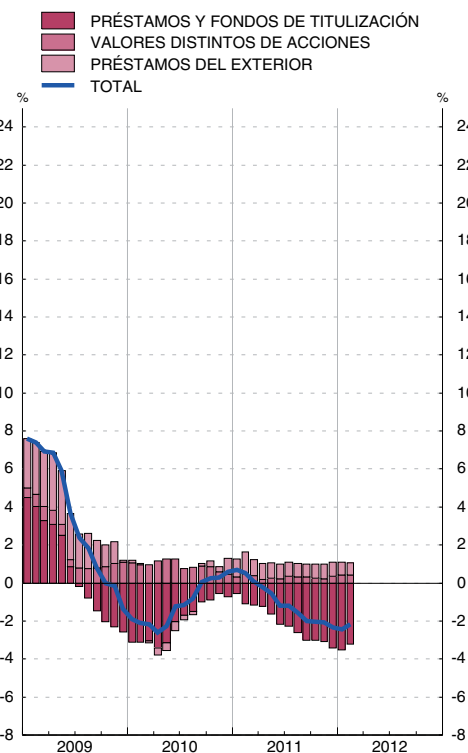
Millones de euros y porcentajes

	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 inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.	9	10	11	12	13	14
09	1 299 462	-17 898	-1,4	915 757	-3,5	-2,6	54 618	40 095	36,3	1,1	329 086	0,4	0,1	1 256
10	1 302 541	7 536	0,6	896 830	-1,0	-0,7	60 413	46 895	10,6	0,4	345 298	3,3	0,8	1 581
11	P 1 258 951	-30 456	-2,3	841 834	-5,0	-3,4	65 106	50 867	7,8	0,4	352 011	2,7	0,7	1 332
10 Nov	1 310 912	2 379	0,3	903 094	-0,8	-0,6	61 483	47 763	14,7	0,6	346 335	1,0	0,3	1 597
Dic	1 302 541	-3 459	0,6	896 830	-1,0	-0,7	60 413	46 895	10,6	0,4	345 298	3,3	0,8	1 581
11 Ene	1 297 253	-3 523	0,7	891 879	-0,8	-0,6	60 153	46 675	7,5	0,3	345 221	3,7	0,9	1 447
Feb	1 293 746	-2 798	0,5	883 225	-1,6	-1,1	62 315	48 905	10,9	0,5	348 206	4,5	1,1	1 342
Mar	1 287 614	-4 374	0,1	880 835	-1,6	-1,1	62 246	48 655	9,0	0,4	344 533	3,2	0,8	1 317
Abr	1 285 153	-841	-0,2	877 078	-1,8	-1,2	62 753	48 869	4,2	0,2	345 322	3,2	0,8	1 454
May	1 281 374	-3 992	-0,6	872 090	-2,3	-1,6	64 018	49 798	5,4	0,3	345 266	3,1	0,8	1 431
Jun	1 273 702	-6 535	-1,2	866 068	-3,1	-2,2	63 128	48 915	4,9	0,2	344 506	2,9	0,8	1 427
Jul	1 273 674	125	-1,2	864 721	-3,3	-2,3	63 434	49 181	7,5	0,3	345 520	2,9	0,7	1 386
Ago	1 263 651	-9 980	-1,6	853 825	-3,8	-2,6	63 217	49 002	7,0	0,3	346 610	2,7	0,7	1 328
Sep	1 267 915	5 153	-2,0	853 160	-4,3	-3,0	64 018	49 802	7,1	0,3	350 737	2,5	0,7	1 212
Oct	P 1 264 173	1 247	-2,0	851 807	-4,4	-3,0	64 152	49 985	5,6	0,3	348 214	2,8	0,7	1 294
Nov	P 1 266 535	1 897	-2,1	850 767	-4,5	-3,1	64 516	50 363	4,9	0,2	351 252	2,9	0,8	1 275
Dic	P 1 258 951	-6 836	-2,3	841 834	-5,0	-3,4	65 106	50 867	7,8	0,4	352 011	2,7	0,7	1 332
12 Ene	P 1 254 707	-4 583	-2,4	835 856	-5,1	-3,5	65 456	51 080	8,8	0,4	353 395	2,6	0,7	1 323
Feb	P 1 254 893	626	-2,2	831 183	-4,7	-3,2	67 937	53 296	9,0	0,4	355 773	2,3	0,6	1 160

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.

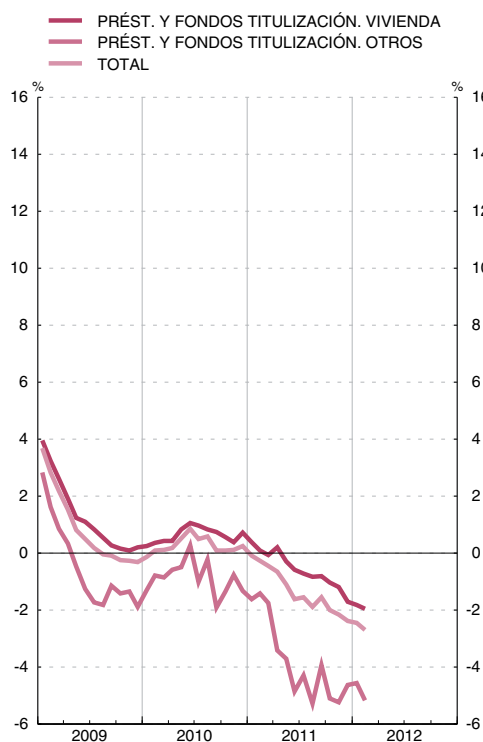
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

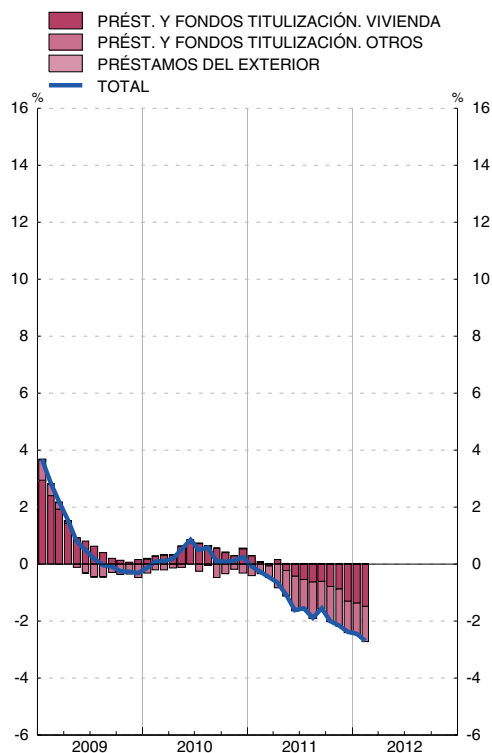
Millones de euros y porcentajes

	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: prés- tamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter- anual	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
09	903 342	-2 867	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	2 966	3,8	0,0	23 986	2 986
10	898 146	2 116	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	2 902	5,8	0,0	17 161	1 637
11	P 871 017	-21 494	-2,4	666 839	-1,7	-1,3	201 123	-4,6	-1,1	3 055	4,9	0,0	10 336	547
10 Nov	903 246	5 720	0,1	677 590	0,4	0,3	222 772	-0,8	-0,2	2 883	5,6	0,0	17 285	1 773
Dic	898 146	-3 636	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	2 902	5,8	0,0	17 161	1 637
11 Ene	894 108	-4 080	-0,1	677 703	0,4	0,3	213 493	-1,6	-0,4	2 912	5,6	0,0	16 634	1 517
Feb	891 494	-2 282	-0,3	675 957	0,1	0,1	212 617	-1,4	-0,3	2 919	5,2	0,0	16 738	1 543
Mar	887 901	-2 860	-0,5	674 687	-0,1	-0,1	210 271	-1,7	-0,4	2 943	6,4	0,0	16 553	1 383
Abr	887 178	-317	-0,7	676 532	0,2	0,1	207 699	-3,4	-0,8	2 947	6,1	0,0	16 211	1 300
May	884 889	-1 954	-1,1	674 603	-0,3	-0,2	207 319	-3,7	-0,9	2 967	6,4	0,0	16 028	929
Jun	889 194	4 872	-1,6	674 734	-0,6	-0,4	211 480	-4,9	-1,2	2 980	7,2	0,0	15 735	760
Jul	883 669	-5 158	-1,6	674 240	-0,7	-0,5	206 425	-4,3	-1,0	3 005	7,6	0,0	15 670	714
Ago	878 962	-4 454	-1,9	671 878	-0,8	-0,6	204 077	-5,3	-1,3	3 007	6,2	0,0	15 627	648
Sep	P 877 623	-618	-1,5	671 201	-0,8	-0,6	203 403	-3,9	-0,9	3 018	6,4	0,0	15 475	605
Oct	P 873 974	-3 219	-2,0	669 149	-1,0	-0,8	201 797	-5,1	-1,2	3 028	5,0	0,0	15 305	610
Nov	P 877 643	4 172	-2,2	667 909	-1,2	-0,9	206 696	-5,2	-1,3	3 039	4,7	0,0	15 250	570
Dic	P 871 017	-5 596	-2,4	666 839	-1,7	-1,3	201 123	-4,6	-1,1	3 055	4,9	0,0	10 336	547
12 Ene	P 866 204	-4 554	-2,5	663 761	-1,8	-1,4	199 377	-4,6	-1,1	3 065	4,9	0,0	10 245	497
Feb	P 861 438	-4 447	-2,7	661 005	-2,0	-1,5	197 356	-5,2	-1,2	3 077	5,2	0,0	10 164	446

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.

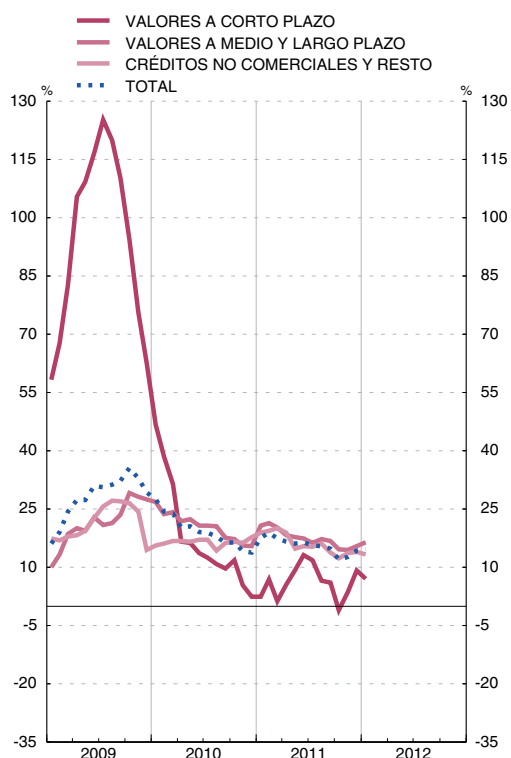
8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

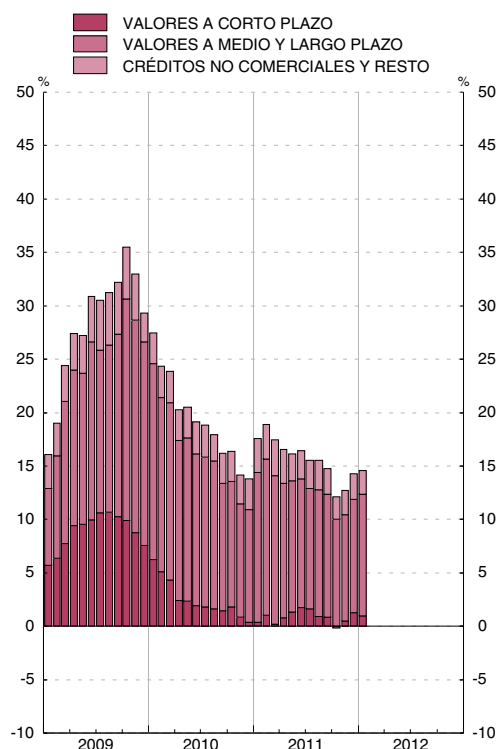
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE	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
08	436 984	54 677	14,3	52 876	19 479	58,3	5,1	302 656	22 784	8,1	6,0	81 453	12 414	18,0	3,2
09	565 082	128 098	29,3	86 003	33 127	62,7	7,6	385 825	83 170	27,5	19,0	93 255	11 802	14,5	2,7
10	P 643 136	78 054	13,8	88 124	2 121	2,5	0,4	445 252	59 427	15,4	10,5	109 760	16 505	17,7	2,9
11	A 734 961	91 825	14,3	96 153	8 029	9,1	1,2	513 696	68 444	15,4	10,6	125 112	15 352	14,0	2,4
10 Ago	P 603 434	-123	18,0	84 768	1 359	10,8	1,6	415 599	248	20,5	13,8	103 067	-1 730	14,3	2,5
Sep	P 616 028	12 594	16,2	86 110	1 342	9,7	1,4	422 533	6 934	17,6	12,0	107 385	4 318	16,2	2,8
Oct	P 629 732	13 704	16,4	90 961	4 852	11,8	1,8	431 521	8 988	17,3	11,8	107 249	-136	16,7	2,8
Nov	P 635 875	6 144	14,2	90 112	-849	5,4	0,8	439 313	7 792	15,6	10,6	106 450	-799	16,3	2,7
Dic	P 643 136	7 261	13,8	88 124	-1 988	2,5	0,4	445 252	5 939	15,4	10,5	109 760	3 310	17,7	2,9
11 Ene	P 654 986	11 850	17,6	87 890	-234	2,5	0,4	455 992	10 740	20,7	14,0	111 104	1 343	18,9	3,2
Feb	P 671 240	16 255	18,9	89 203	1 312	6,8	1,0	468 380	12 388	21,4	14,6	113 658	2 555	19,4	3,3
Mar	P 684 117	12 877	17,5	85 654	-3 549	1,2	0,2	481 216	12 836	20,3	13,9	117 247	3 589	20,1	3,4
Abr	P 677 700	-6 417	16,5	85 864	210	5,5	0,8	476 416	-4 800	18,2	12,6	115 420	-1 827	19,0	3,2
May	P 685 415	7 716	16,1	89 427	3 564	9,4	1,3	482 293	5 877	17,8	12,3	113 695	-1 725	14,8	2,5
Jun	P 704 002	18 587	16,4	92 275	2 847	13,1	1,8	490 935	8 642	17,4	12,0	120 793	7 098	15,4	2,7
Jul	P 697 355	-6 648	15,5	93 311	1 037	11,9	1,6	483 170	-7 765	16,3	11,2	120 874	81	15,3	2,7
Ago	P 697 081	-273	15,5	90 266	-3 045	6,5	0,9	487 189	4 019	17,2	11,9	119 626	-1 247	16,1	2,7
Sep	P 707 069	9 988	14,8	91 271	1 005	6,0	0,8	493 559	6 370	16,8	11,5	122 239	2 613	13,8	2,4
Oct	A 705 097	-1 973	12,0	90 010	-1 262	-1,0	-0,2	494 561	1 002	14,6	10,0	120 527	-1 713	12,4	2,1
Nov	A 716 756	11 659	12,7	93 364	3 354	3,6	0,5	502 472	7 911	14,4	9,9	120 921	394	13,6	2,3
Dic	A 734 961	18 205	14,3	96 153	2 790	9,1	1,2	513 696	11 224	15,4	10,6	125 112	4 191	14,0	2,4
12 Ene	A 750 572	15 611	14,6	94 128	-2 026	7,1	1,0	530 561	16 865	16,4	11,4	125 884	771	13,3	2,3

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

b. Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

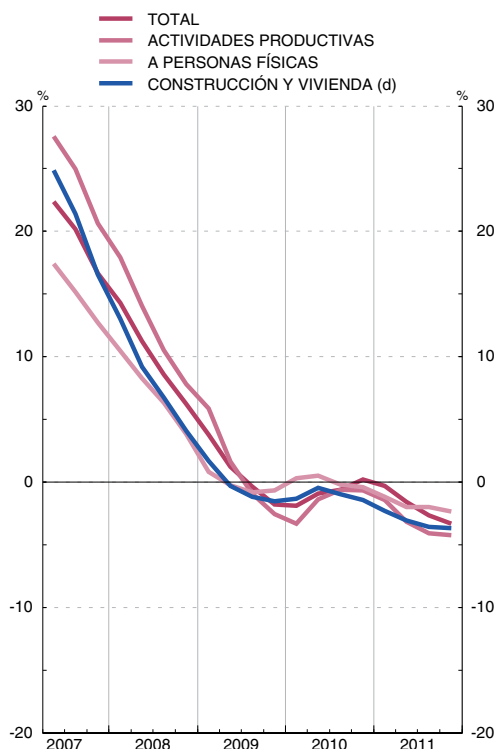
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

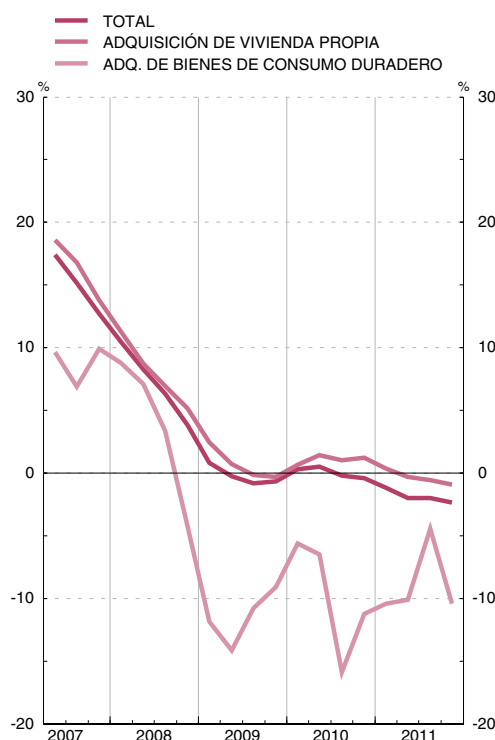
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto					Finan- ciación a insti- tuciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi- ficar	Pro me- moría: construc- ción y vivienda (d)
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)				
						Del cual	Total								
												Servicios inmobiliarios				Del cual
	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
07 III IV	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
	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 II III IV	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519
	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062
	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765
	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 II III IV	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231
	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917
	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918
	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 II III IV	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 474	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758
	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436
	1 837 278	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
	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 II III IV	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
	1 817 801	963 039	22 435	146 481	105 489	688 634	308 425	805 058	658 999	628 377	40 201	105 858	5 898	43 806	1 072 912
	1 788 847	951 096	22 203	145 503	102 258	681 132	303 506	794 554	655 726	625 101	38 478	100 350	6 557	36 639	1 061 491
	1 782 548	943 706	21 757	143 231	98 505	680 213	298 267	793 687	656 503	626 601	37 686	99 498	7 000	38 156	1 053 275

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en www.bde.es.

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

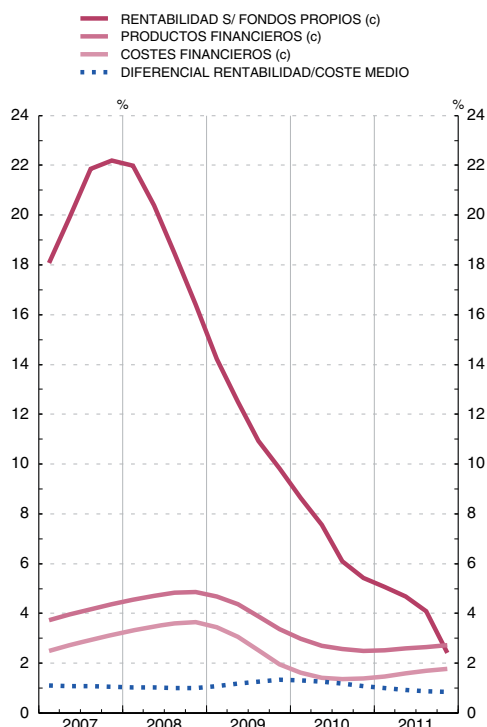
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPÓSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

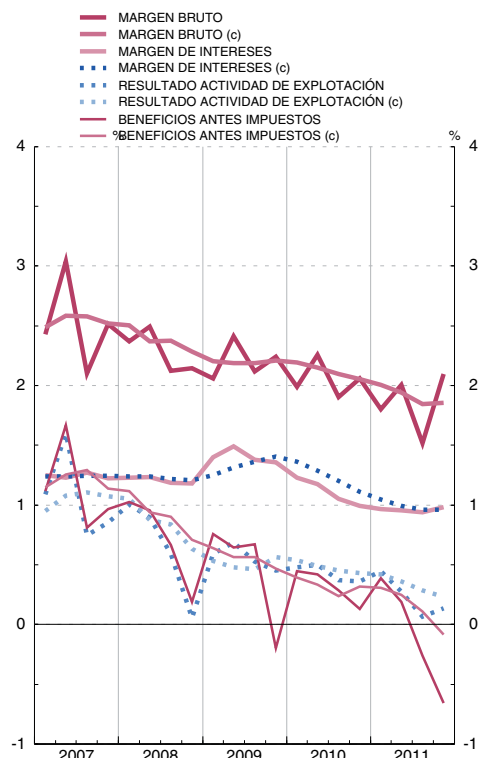
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje			
	Produc- tos fi- nancie- ros	Costes	Margen de in- te- ses	Rendi- miento instru. cap. y otros ptos. y gastos	Margen bruto	Gastos de ex- plota- ción	Del cual	Otros resul- tados de ex- plota- ción	Resulta- do de la activi- dad de explota- ción	Resto de pro- ductos y cos- tes	Benefi- cios antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabi- lidad media de Fondos propios (a)	Rentabi- lidad media de operac. activas (b)	Coste medio de opera- ciones pasivas (b)	Diferen- cia (13-14)
	1	2	3	4	5	6	De per- sonal	8	9	10	11	12	13	14	15
08	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0
09	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3
10	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
09 I	4,1	2,7	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,5	0,6	0,3	0,8	11,4	5,0	3,9	1,1
II	3,5	2,1	1,5	0,9	2,4	0,9	0,6	0,8	0,7	0,2	0,6	10,0	4,7	3,5	1,2
III	3,0	1,6	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,6	0,5	0,3	0,7	9,9	4,2	2,9	1,3
IV	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3
10 I	2,5	1,3	1,2	0,8	2,0	0,9	0,6	0,6	0,5	0,1	0,4	6,6	3,2	1,9	1,3
II	2,5	1,3	1,2	1,1	2,3	0,9	0,6	0,8	0,5	0,2	0,4	5,7	2,9	1,6	1,3
III	2,5	1,4	1,1	0,9	1,9	0,9	0,6	0,6	0,4	0,2	0,3	4,0	2,7	1,6	1,2
IV	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1
11 I	2,6	1,6	1,0	0,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4	0,1	0,4	5,2	2,7	1,7	1,0
II	2,7	1,8	1,0	1,1	2,0	1,0	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	4,1	2,8	1,8	0,9
III	2,8	1,8	0,9	0,6	1,5	0,9	0,5	0,5	0,1	0,3	-0,3	1,7	2,8	2,0	0,9
IV	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,1	0,1	0,7	-0,7	-1,4	2,9	2,1	0,9

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

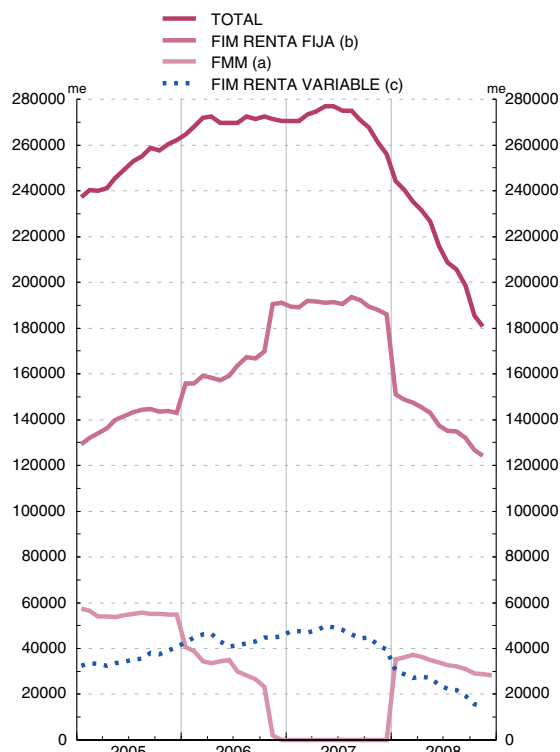
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

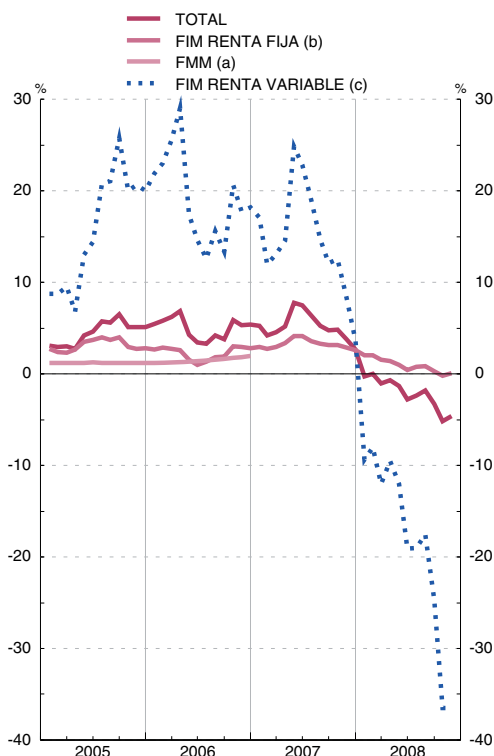
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
07 Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
Sep	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
Oct	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
Abr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
May	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
Jun	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
Jul	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
Ago	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
Sep	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
Oct	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
Nov	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

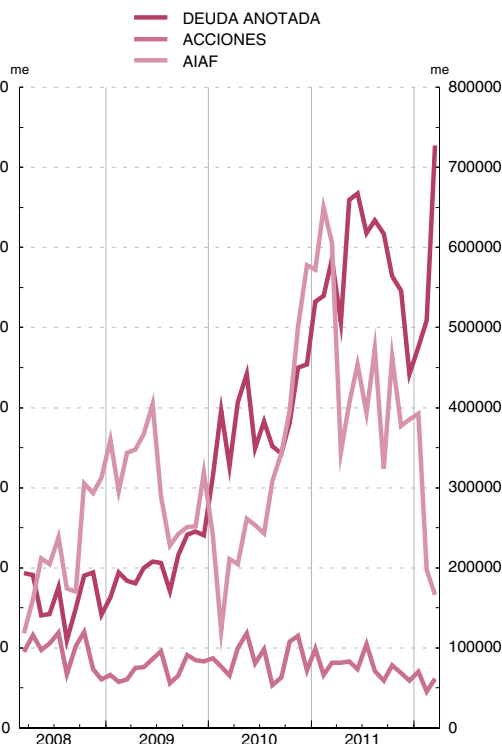
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10	1 053,39	10 203,05	262,36	2 737,05	1 038 259	67 454	4 597 749	3 660 872	-	37 904	-	6 639
11	986,15	9 727,31	258,92	2 646,26	926 265	70 978	6 911 206	5 448 503	-	29 630	-	5 591
12	838,05	8 324,66	244,29	2 467,73	176 999	15 293	1 711 728	756 200	-	9 493	-	693
10 Dic	1 003,73	9 859,10	274,45	2 792,82	71 638	4 765	453 940	577 528	...	4 412	...	481
11 Ene	1 105,31	10 806,00	286,41	2 953,63	98 865	4 101	532 103	572 367	...	2 992	...	581
Feb	1 111,25	10 850,80	291,83	3 013,09	66 520	3 982	539 541	649 957	...	2 243	...	511
Mar	1 079,01	10 576,50	284,36	2 910,91	81 839	5 217	585 212	605 845	...	3 182	...	573
Abr	1 109,35	10 878,90	293,20	3 011,25	81 814	6 855	506 668	344 493	...	1 369	...	412
May	1 066,37	10 476,00	282,60	2 861,92	82 857	7 455	659 698	405 338	...	2 267	...	446
Jun	1 049,76	10 359,90	279,46	2 848,53	73 411	4 294	667 286	454 088	...	2 579	...	495
Jul	973,30	9 630,70	262,76	2 670,37	104 705	6 551	617 918	393 327	...	1 292	...	524
Ago	881,40	8 718,60	228,82	2 302,08	70 892	5 279	633 792	473 063	...	1 523	...	602
Sep	862,85	8 546,60	214,77	2 179,66	58 839	5 331	617 152	323 864	...	3 030	...	441
Oct	901,18	8 954,90	232,83	2 385,22	78 397	4 071	564 362	463 770	...	1 994	...	356
Nov	845,97	8 449,50	226,68	2 330,43	68 702	13 191	545 551	377 003	...	2 949	...	367
Dic	857,65	8 566,30	225,78	2 316,55	59 425	4 652	441 925	385 388	...	4 211	...	283
12 Ene	855,17	8 509,20	237,81	2 416,66	70 057	4 595	475 268	392 335	...	2 990	...	304
Feb	852,45	8 465,90	248,09	2 512,11	45 692	5 239	509 249	197 260	...	1 977	...	327
Mar	807,46	8 008,00	247,21	2 477,28	61 251	5 458	727 211	166 605	...	4 527	...	62

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)

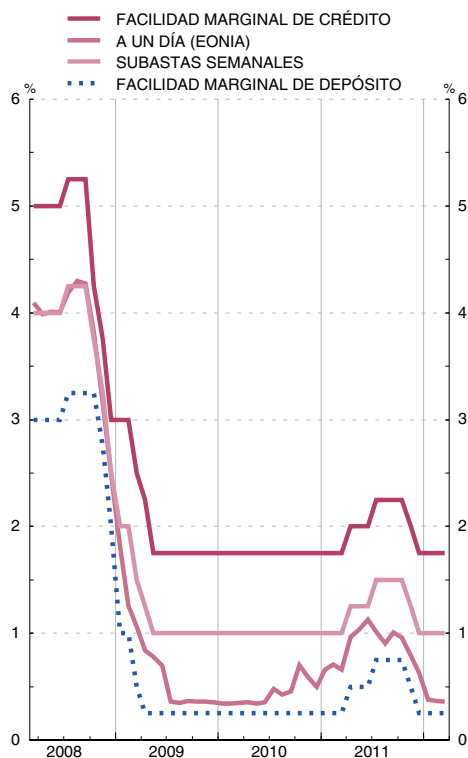
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

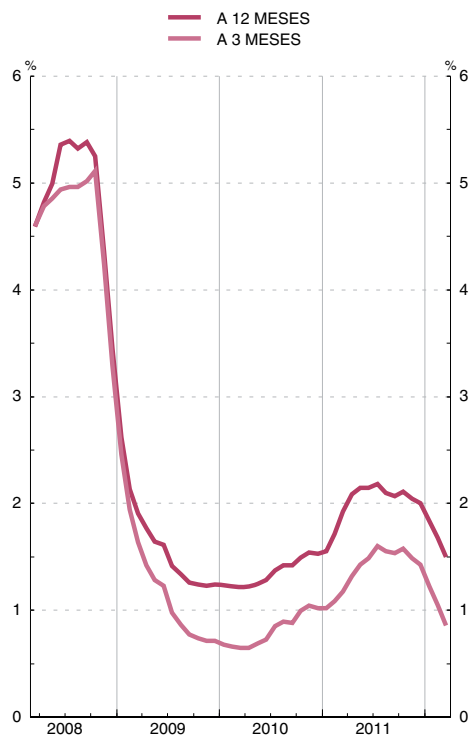
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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 (euríbor) (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	
10	■	1,00	1,00	1,75	0,25	0,437	0,57	0,81	1,08	1,35	0,46	0,71	0,87	1,04	1,36	0,39	0,57	0,74	0,98
11	A	1,00	1,00	1,75	0,25	0,871	1,18	1,39	1,64	2,01	1,02	1,33	1,34	1,57	2,64	0,88	1,17	1,39	2,04
12		1,00	1,00	1,75	0,25	0,368	0,64	1,04	1,34	1,67	0,33	0,83	1,06	-	1,72	0,23	0,27	0,54	-
10 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	-
11 Ene		1,00	1,00	1,75	0,25	0,659	0,79	1,02	1,25	1,55	0,64	0,99	1,03	1,28	-	0,58	0,95	1,16	-
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
Jul		1,50	1,50	2,25	0,75	1,012	1,42	1,60	1,82	2,18	1,08	1,47	-	-	3,10	1,00	1,48	1,67	2,00
Ago		1,50	1,50	2,25	0,75	0,906	1,37	1,55	1,76	2,10	1,06	1,39	1,45	1,82	3,10	0,93	1,37	1,49	3,34
Sep		1,50	1,50	2,25	0,75	1,005	1,35	1,54	1,74	2,07	1,27	1,60	1,68	-	3,10	1,00	1,23	1,37	-
Oct		1,50	1,50	2,25	0,75	0,960	1,36	1,58	1,78	2,11	1,40	1,52	-	-	-	1,06	1,30	1,44	-
Nov		1,25	1,25	2,00	0,50	0,790	1,23	1,48	1,71	2,04	1,38	1,30	1,46	-	3,10	1,01	1,28	1,65	1,00
Dic		1,00	1,00	1,75	0,25	0,627	1,14	1,43	1,67	2,00	0,81	1,38	-	-	-	0,64	1,08	1,77	-
12 Ene		1,00	1,00	1,75	0,25	0,380	0,84	1,22	1,51	1,84	0,34	1,14	1,16	-	-	0,24	0,37	0,50	-
Feb		1,00	1,00	1,75	0,25	0,366	0,63	1,05	1,35	1,68	0,35	0,84	1,07	-	1,72	0,27	0,28	0,53	-
Mar		1,00	1,00	1,75	0,25	0,357	0,47	0,86	1,16	1,50	0,31	0,50	0,94	-	-	0,17	0,16	0,60	-

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.

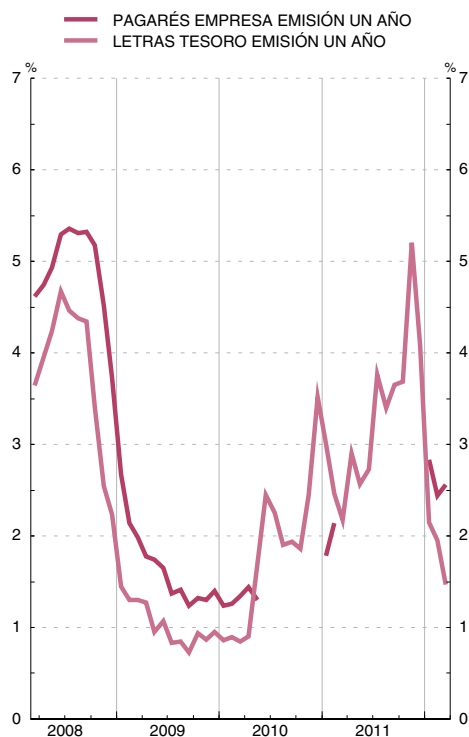
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

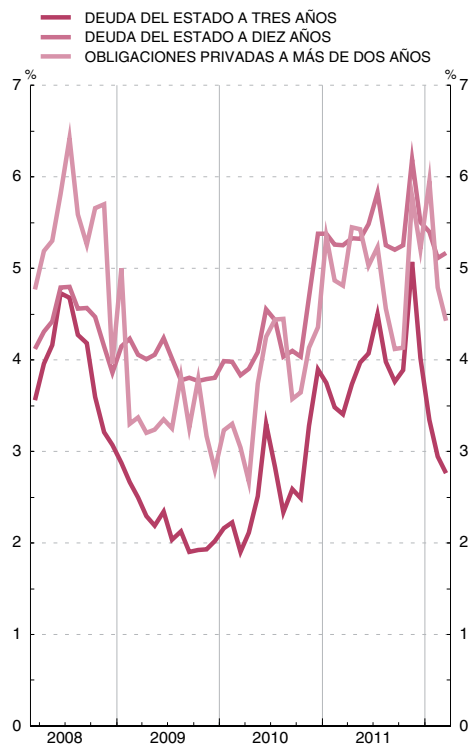
Porcentajes

	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	
10		1,80	1,70	1,32	1,62	2,79	3,27	4,51	4,97	5,11	2,64	4,25	3,74
11		3,31	3,04	1,95	3,11	4,11	4,64	5,55	5,99	5,96	3,97	5,44	5,00
12	A	1,85	1,70	2,61	3,43	3,07	3,97	5,19	-	-	3,02	5,23	5,06
10 Dic		3,52	3,26	-	2,11	3,80	-	5,49	5,99	-	3,90	5,37	4,36
11 Ene		3,01	2,77	1,78	2,99	-	4,59	5,60	-	-	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
Jul		3,76	3,29	-	3,10	4,32	4,89	5,92	6,22	-	4,50	5,82	5,23
Ago		3,40	3,25	-	3,50	4,90	-	5,05	-	-	3,98	5,25	4,56
Sep		3,65	3,33	-	3,34	-	4,52	5,20	-	-	3,76	5,20	4,12
Oct		3,69	3,47	-	3,44	3,52	-	5,45	-	-	3,89	5,25	4,13
Nov		5,20	4,75	-	3,53	4,36	4,89	7,09	-	-	5,07	6,19	5,78
Dic		4,09	3,45	-	3,66	5,20	5,56	5,57	-	-	4,02	5,50	5,21
12 Ene		2,15	2,04	2,83	3,65	3,58	3,95	5,47	-	-	3,34	5,40	5,95
Feb		1,95	1,63	2,44	3,42	3,13	3,70	4,90	-	-	2,95	5,11	4,79
Mar		1,47	1,43	2,56	3,23	2,52	4,24	-	-	-	2,76	5,17	4,43

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

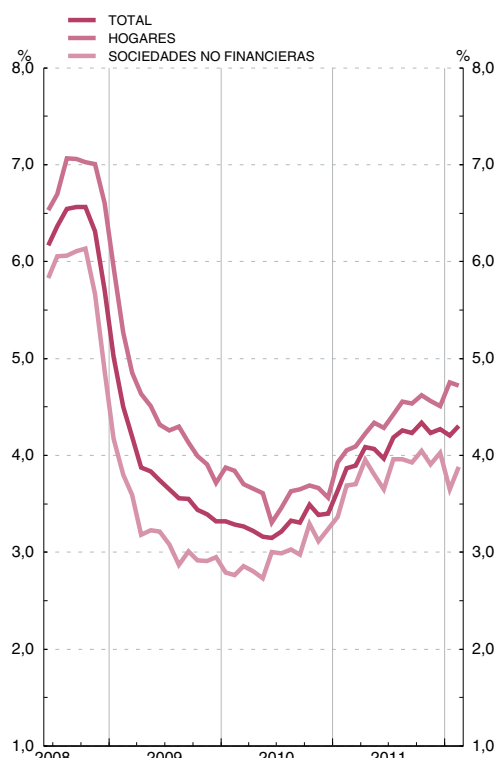
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)

■ Serie representada gráficamente.

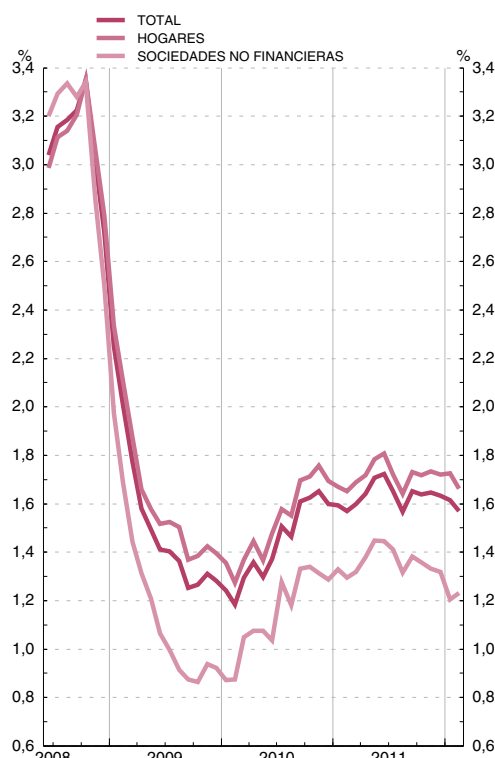
Porcentajes

		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			
			Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines (e)	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón de euros (c)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
10		3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79
11		4,27	4,51	3,66	7,29	4,02	5,48	3,45	1,63	1,72	0,28	2,79	0,86	1,32	0,61	2,13	1,00
12	A	4,30	4,72	3,82	7,70	3,88	5,42	3,14	1,57	1,66	0,26	2,66	0,49	1,23	0,60	1,94	0,50
10	Jul	3,22	3,45	2,53	6,25	2,99	4,19	2,48	1,51	1,58	0,29	2,57	0,62	1,28	0,58	2,12	0,54
	Ago	3,32	3,63	2,60	6,73	3,03	4,23	2,46	1,46	1,55	0,30	2,50	0,43	1,18	0,55	1,97	0,43
	Sep	3,31	3,65	2,66	6,69	2,98	4,22	2,35	1,61	1,70	0,30	2,73	0,42	1,33	0,54	2,27	0,45
	Oct	3,49	3,69	2,70	6,70	3,29	4,37	2,66	1,63	1,71	0,29	2,75	0,68	1,34	0,56	2,19	0,69
	Nov	3,38	3,66	2,72	6,47	3,11	4,41	2,47	1,65	1,76	0,29	2,82	0,65	1,31	0,58	2,14	0,62
	Dic	3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79
11	Ene	3,64	3,92	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
	Feb	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
	Mar	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
	Abr	4,09	4,22	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
	May	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
	Jun	3,96	4,28	3,53	6,64	3,65	5,09	3,08	1,72	1,81	0,30	2,91	1,23	1,45	0,64	2,34	1,18
	Jul	4,19	4,42	3,58	7,10	3,96	5,23	3,29	1,65	1,72	0,30	2,75	1,23	1,41	0,64	2,27	1,13
	Ago	4,26	4,55	3,68	7,38	3,96	5,18	3,36	1,57	1,64	0,33	2,57	1,12	1,32	0,65	2,04	0,98
	Sep	4,23	4,54	3,67	7,34	3,93	5,19	3,27	1,65	1,73	0,30	2,74	1,14	1,38	0,63	2,20	1,10
	Oct	4,33	4,62	3,75	7,47	4,05	5,34	3,31	1,64	1,72	0,30	2,72	1,22	1,36	0,66	2,10	1,20
	Nov	4,23	4,56	3,72	7,22	3,91	5,36	3,16	1,65	1,73	0,29	2,77	1,16	1,33	0,63	2,13	1,19
	Dic	4,27	4,51	3,66	7,29	4,02	5,48	3,45	1,63	1,72	0,28	2,79	0,86	1,32	0,61	2,13	1,00
12	Ene	4,20	4,75	3,80	7,87	3,65	5,52	2,96	1,62	1,73	0,27	2,78	0,51	1,20	0,60	1,91	0,49
	Feb	4,30	4,72	3,82	7,70	3,88	5,42	3,14	1,57	1,66	0,26	2,66	0,49	1,23	0,60	1,94	0,50

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).

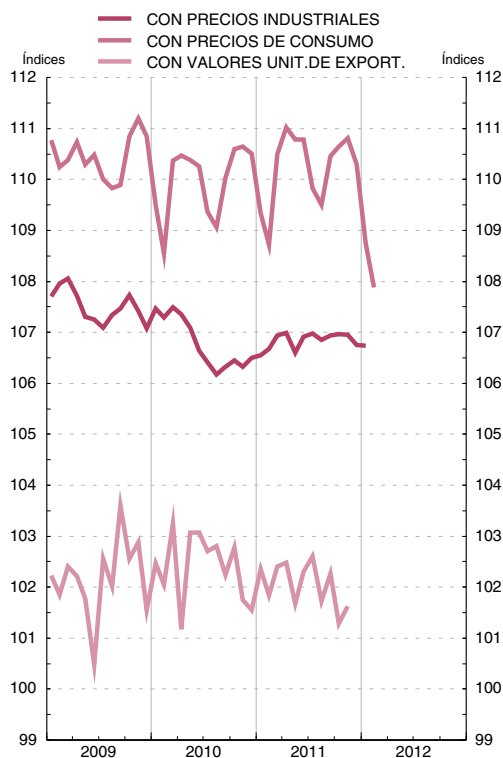
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

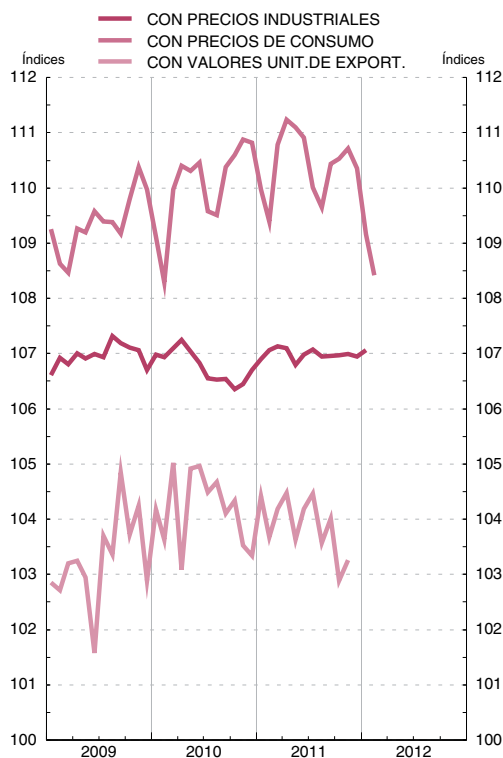
Base 1999 I = 100

	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 (d)	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 (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
09	107,5	110,5	112,6	102,2	102,6	104,7	107,6	109,7	99,6	107,0	109,4	111,9	111,4	103,3
10	106,8	110,0	110,2	102,4	101,9	104,8	108,0	108,2	100,6	106,8	110,0	110,3	112,6	104,2
11	106,8	110,2	106,9	...	101,9	104,9	108,2	104,9	...	107,0	110,4	107,0	111,2	...
10 I	107,4	109,5	110,8	102,6	102,2	105,1	107,2	108,4	100,4	107,0	109,1	110,6	109,4	104,3
II	107,0	110,4	110,7	102,4	101,8	105,1	108,4	108,7	100,6	107,0	110,4	110,9	111,9	104,3
III	106,3	109,5	110,0	102,6	101,6	104,6	107,7	108,2	101,0	106,5	109,8	110,4	114,0	104,4
IV	106,4	110,6	109,2	102,0	101,8	104,6	108,7	107,3	100,3	106,5	110,8	109,5	114,9	103,7
11 I	106,7	109,5	108,1	102,2	101,6	105,1	107,8	106,4	100,6	107,0	110,1	108,5	108,5	104,1
II	106,8	110,9	107,6	102,1	101,8	104,9	108,8	105,7	100,3	107,0	111,1	107,7	110,6	104,1
III	106,9	109,9	107,0	102,2	102,0	104,8	107,8	104,9	100,2	107,0	110,0	107,0	112,3	104,0
IV	106,9	110,6	104,9	...	102,1	104,7	108,3	102,7	...	107,0	110,5	104,8	113,3	...
11 Jun	106,9	110,8	107,6	102,3	101,9	104,9	108,7	105,7	100,4	107,0	110,9	107,7	110,6	104,2
Jul	107,0	109,8	...	102,6	101,9	104,9	107,7	...	100,7	107,1	110,0	...	...	104,5
Ago	106,9	109,5	...	101,7	102,0	104,8	107,4	...	99,8	106,9	109,7	...	...	103,6
Sep	106,9	110,5	107,0	102,3	102,1	104,7	108,2	104,9	100,2	107,0	110,4	107,0	112,3	104,0
Oct	107,0	110,7	...	101,3	102,2	104,7	108,3	...	99,1	107,0	110,5	...	...	102,9
Nov	107,0	110,8	...	101,6	102,2	104,7	108,4	...	99,4	107,0	110,7	...	...	103,3
Dic	106,8	110,3	104,9	...	102,0	104,6	108,1	102,7	...	106,9	110,4	104,8	113,3	...
12 Ene	106,7	108,8	...	...	101,8	104,8	106,8	...	...	107,1	109,2	...	...	...
Feb	...	107,9	...	...	101,7	...	106,1	...	...	...	108,4	...	...	...
Mar	...	...	...	...	101,6	...	...	...	...	...	...	...	...	...

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. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

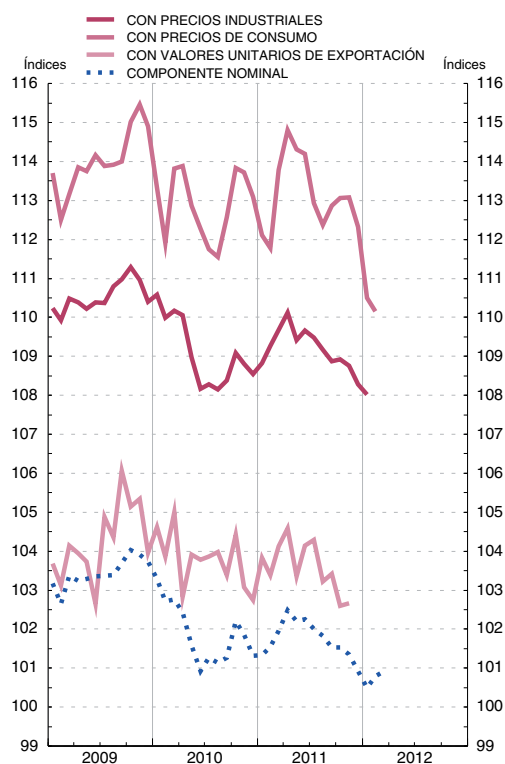
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

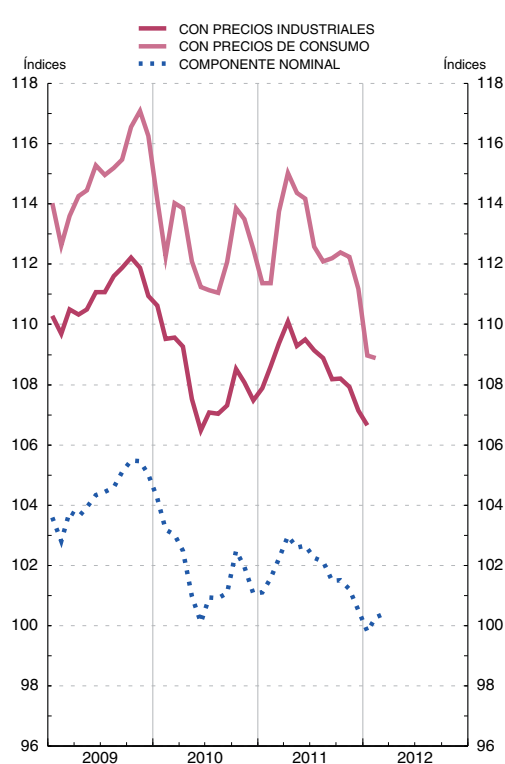
Base 1999 I = 100

	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		6	7	8	9	10	11		13	14
09	110,5	114,0	118,5	104,3	103,4	106,9	110,2	114,6	100,8	111,0	115,0	104,4	106,4	110,2
10	109,1	112,9	117,3	103,8	101,9	107,1	110,8	115,1	101,9	108,2	112,6	101,9	106,2	110,6
11	109,2	113,1	115,0	...	101,7	107,3	111,2	113,0	...	108,7	112,7	101,8	106,7	110,7
10 I	110,3	113,1	115,4	104,5	102,9	107,1	109,8	112,1	101,5	109,9	113,5	103,5	106,2	109,7
II	109,1	113,0	116,4	103,5	101,6	107,3	111,2	114,6	101,8	107,8	112,4	101,2	106,5	111,1
III	108,3	112,0	117,9	103,7	101,2	107,0	110,6	116,5	102,5	107,1	111,4	101,0	106,1	110,3
IV	108,8	113,6	119,2	103,4	101,8	106,9	111,6	117,1	101,6	108,0	113,3	101,8	106,1	111,2
11 I	109,3	112,6	112,1	103,8	101,6	107,5	110,8	110,4	102,1	108,6	112,2	101,6	106,9	110,4
II	109,7	114,4	115,0	104,0	102,3	107,3	111,9	112,4	101,7	109,6	114,5	102,7	106,7	111,5
III	109,2	112,7	116,2	103,6	101,8	107,3	110,7	114,1	101,8	108,7	112,3	102,0	106,7	110,1
IV	108,7	112,8	116,6	...	101,3	107,3	111,4	115,2	...	107,8	111,9	101,1	106,6	110,8
11 Jun	109,7	114,2	115,0	104,1	102,2	107,2	111,7	112,4	101,9	109,5	114,2	102,6	106,7	111,2
Jul	109,5	112,9	...	104,3	102,0	107,3	110,7	...	102,2	109,1	112,6	102,2	106,7	110,1
Ago	109,2	112,4	...	103,2	101,8	107,2	110,4	...	101,4	108,9	112,1	102,1	106,6	109,8
Sep	108,9	112,9	116,2	103,4	101,5	107,2	111,2	114,1	101,9	108,2	112,2	101,5	106,6	110,6
Oct	108,9	113,1	...	102,6	101,5	107,3	111,4	...	101,0	108,2	112,4	101,5	106,6	110,7
Nov	108,8	113,1	...	102,7	101,4	107,3	111,6	...	101,3	107,9	112,2	101,2	106,6	110,9
Dic	108,3	112,3	116,6	...	100,9	107,3	111,3	115,2	...	107,1	111,2	100,5	106,6	110,6
12 Ene	108,0	110,5	...	...	100,5	107,5	110,0	...	...	106,7	109,0	99,8	106,9	109,2
Feb	...	110,2	...	...	100,8	...	109,3	...	...	...	108,9	100,3	...	108,6
Mar	...	...	...	...	100,9	...	...	...	...	...	...	100,4	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf.

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.pdf.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

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

© Banco de España, Madrid, 2012
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos centrales nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CBE	Circular del Banco de España
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de crédito
EFC	Establecimientos financieros de crédito
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros
FFPP	Fondos de pensiones
FIAMM	Fondos de Inversión en activos del mercado monetario
FIM	Fondos de inversión mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del mercado monetario
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones financieras monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
IIC	Instituciones de inversión colectiva

INE	Instituto Nacional de Estadística
INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de precios de consumo
IPI	Índice de producción industrial
IPRI	Índice de precios industriales
IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
OBS	Obra benéfico-social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros sectores residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto interior bruto
PIB pm	Producto interior bruto a precios de mercado
PNB	Producto nacional bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del mundo
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa anual equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
UE 27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
VNA	Variación neta de activos
VNP	Variación neta de pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	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	Rumania	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 periodos.
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.