

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**07-08/2012**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema



## ÍNDICE

Comparecencia del gobernador del Banco de España, Luis M. Linde, ante la Comisión de Economía y Competitividad del Congreso de los Diputados	3
Informe trimestral de la economía española	
1 Rasgos básicos	13
2 Entorno exterior del área del euro	21
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	28
4 La economía española	43
5 Evolución financiera	61
El ajuste del desequilibrio exterior en la economía española	77
Un análisis sectorial de la relación entre la actividad y el empleo en la economía española	91
El empleo en la UEM en 2011	99
La evolución de los mercados de renta fija privada entre 2000 y 2011	109
El papel de las reservas internacionales en los períodos de inestabilidad financiera	117
Regulación financiera: segundo trimestre de 2012	127
Indicadores económicos	1*
Publicaciones del Banco de España	63*
Siglas, abreviaturas y signos utilizados	64*

## COMPARECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA, LUIS M. LINDE, ANTE LA COMISIÓN DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS

Señorías:

El gobernador del Banco de España comparece todos los años ante esta Comisión para exponer su valoración de la situación económica, en el marco de la presentación del *Informe Anual* del Banco.

La comparecencia de hoy tiene lugar en un momento de gran dificultad y, por ello, de gran trascendencia. La economía española atraviesa una difícil coyuntura, y los problemas a los que se enfrentan nuestras finanzas públicas y nuestro sistema bancario centran la atención de inversores, analistas y responsables políticos, tanto nacionales como internacionales. Creo por ello que, cambiando el énfasis habitual de la presentación del Informe, está justificado que dedique una parte amplia de mi intervención a los problemas —tan importantes y tan urgentes— de nuestro sistema financiero y a las medidas para resolverlos.

Así, mi presentación está organizada en torno a cuatro apartados:

- 1 La evolución económica internacional.
- 2 La situación de la economía española y sus perspectivas.
- 3 La evolución de nuestro sistema bancario a partir del estallido de la crisis internacional en 2008.
- 4 Los planes de saneamiento, reforma y reforzamiento de la solvencia y capacidad operativa de nuestra banca.

### La evolución económica internacional

Querría empezar señalando que el proceso de recuperación de la economía mundial, iniciado en 2010, se ha truncado en 2012 y que atravesamos un nuevo episodio de debilitamiento de la actividad global que afecta a las economías más desarrolladas y al área del euro, pero también a las grandes economías emergentes.

### EL ÁREA DEL EURO

La crisis de la deuda soberana, circunscrita en un primer momento a un conjunto limitado de economías, evolucionó a lo largo del pasado año hasta convertirse, primero, en una crisis sistémica para el conjunto del área del euro y, más tarde, en motivo de preocupación y factor de riesgo para la economía mundial.

Las raíces de la crisis actual hay que buscarlas en la acumulación de desequilibrios en las finanzas públicas de diferentes países. La crisis ha puesto de manifiesto que el entramado institucional en el que se sustentan el euro y la política monetaria común tiene fisuras e inconsistencias que hay que reparar, y las dificultades políticas acerca de cómo abordar esa reparación han contribuido a su agravamiento.

Ciertamente, se han producido avances tanto en el ámbito de las políticas económicas nacionales como en el relativo a la gestión del conjunto del área. En los países afectados por las tensiones más graves (Grecia, Portugal e Irlanda) se han puesto en marcha programas ambiciosos de consolidación fiscal y de reformas, incluyendo, entre estas últimas,

tanto las acometidas en los mercados de bienes y de factores como las realizadas en sus sistemas bancarios. Asimismo, se han reforzado y ampliado los dispositivos comunes de seguimiento, alerta y, en su caso, corrección de los desequilibrios macroeconómicos y fiscales, en primer lugar, y se ha articulado un mecanismo europeo de gestión de crisis y prestación de apoyo financiero a los Estados miembros en dificultades: primero, y de manera temporal, la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y, más adelante y ya con carácter permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad.

En los últimos meses se han sentado varios principios para mejorar la cohesión económica entre los países de Unión Europea en torno a cuatro grandes líneas de actuación: un marco financiero integrado a escala europea; una mayor integración fiscal; una mayor corresponsabilidad en el ámbito de diseño de las políticas económicas; y avances en transparencia y en rendición de cuentas que refuercen la legitimidad de todo el proceso.

Pero, independientemente de estas medidas a medio y a largo plazo, hay que señalar que una parte importante de la tarea de estabilización en el área del euro ha recaído sobre el Banco Central Europeo, tanto con medidas convencionales de política monetaria como con medidas no convencionales de compra de deuda soberana de los países miembros. Existe un debate sobre la actuación del BCE: si ha sido, o no, suficientemente decidida o expansiva; pero, en todo caso, hay reconocer que su suministro de liquidez a largo plazo y sus compras de deuda han sido medidas positivas.

Según el Fondo Monetario Internacional, las perspectivas de crecimiento para este año, 2012, son negativas para el conjunto de los países de la Unión Económica y Monetaria (-0,3 %), y de muy escaso crecimiento para 2013 (en torno al 0,7 %).

#### OTRAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS Y PAÍSES EMERGENTES

La crisis de la deuda soberana en el área del euro ha afectado negativamente al resto de las economías avanzadas, sumándose así a los impulsos contractivos (como el *tsunami* en Japón y sus implicaciones para la industria nuclear, o las tensiones políticas en los países árabes) y a los efectos a corto plazo de los procesos de ajuste para reducir niveles de endeudamiento del sector privado, para recomponer sistemas financieros y para reajustar sectores inmobiliarios sobredimensionados. Estados Unidos creció un 1,7 % en 2011, frente al 3 % de 2010; Reino Unido no llegó en 2011 al 1 % y Japón retrocedió un 0,7 %.

Las economías emergentes, sin embargo, mostraron una mayor resistencia ante esta corriente contractiva y avanzaron un 6,4 % en el conjunto del año. El comportamiento alcista de los precios de las materias primas, las entradas de capitales y la continuada pujanza de la economía china ayudan a explicar esta evolución. Con todo, el contexto global de creciente incertidumbre, la desaceleración del comercio mundial (inducida por el menor dinamismo de las economías desarrolladas) y las políticas monetarias contractivas (puestas en marcha en estos países para combatir los riesgos de recalentamiento) tuvieron un efecto que se dejó sentir, sobre todo, en la segunda mitad del ejercicio.

#### La crisis de la economía española

Paso ahora a la economía española.

La crisis española tiene un componente propio, gestado durante la fase de expansión que siguió a la crisis de 1992-1993 y que se extendió hasta el estallido de la actual, en el verano de 2008. Durante esa expansión se acumularon severos desequilibrios macroeconómicos y financieros —básicamente, un pronunciado deterioro de la competitividad y un endeudamiento excesivo—.

El fuerte endeudamiento de empresas y familias (que se canalizó a través de las entidades de crédito españolas, que, a su vez, debieron recurrir al exterior para obtener los fondos necesarios) situó a la economía española en una posición potencialmente vulnerable a los fenómenos de inestabilidad financiera mundial y a la propia inestabilidad de la zona del euro.

La extraordinaria expansión del sector de construcción e inmobiliario desempeñó un papel decisivo en este proceso de endeudamiento, pues requirió un volumen muy cuantioso de financiación. El patrón de expansión del sector provocó otros desajustes, como fueron el episodio de aguda sobrevaloración de activos inmobiliarios y el sobredimensionamiento que adquirió el propio sector de la construcción. Desarrollos que nos han llevado a la crisis inmobiliaria más severa que ha vivido la economía en las últimas décadas y que han sido el desencadenante fundamental de la recesión en España.

El impacto del ajuste inmobiliario sobre el empleo y la actividad fue muy elevado en las etapas iniciales de la crisis, debido a la intensa utilización de mano de obra por este sector y a los efectos de arrastre que genera sobre otras ramas productivas, característica común a lo ocurrido en otros países de nuestro entorno con una problemática similar.

Nuestras finanzas públicas se beneficiaron durante esta etapa de un crecimiento extraordinario de los ingresos públicos (me estoy refiriendo a los años 2003-2007), lo que debilitó el esfuerzo para contener la demanda interna. Todo ello sucedió, además, en condiciones financieras muy holgadas, es decir, con tipos de interés reales muy bajos o, incluso, negativos en algunos momentos, consecuencia de la política mantenida entonces tanto por la Reserva Federal de Estados Unidos como por el Banco Central Europeo. Este crecimiento en los ingresos públicos resultaría finalmente insostenible, de manera que la recesión se saldó con una grave crisis fiscal, precisamente en el momento en que los acontecimientos europeos llevarían a los analistas y a los mercados a poner el foco en la sostenibilidad de las finanzas públicas.

El Informe reitera que esta situación exige una política económica que permita sanear la posición financiera de todos los sectores (empresas, hogares, Administraciones Públicas y entidades financieras) y corrija el mal funcionamiento de algunas instituciones que dificultan los ajustes y afectan a la competitividad.

Los tres pilares sobre los que debería asentarse esta estrategia de política económica son: un proceso de consolidación fiscal y ahorro público ambicioso; el avance en un conjunto de reformas que mejoren la eficiencia y la competencia en los sectores menos expuestos a la misma; y, desde luego, el saneamiento y la reforma de nuestro sistema bancario y de su regulación.

Entre las reformas, hay que mencionar, en primer lugar, la reforma del mercado laboral. Desde hace bastantes años, prácticamente todos los organismos económicos internacionales y analistas de diferentes adscripciones ideológicas han venido señalando, de forma reiterada, los problemas de nuestro mercado laboral, sus efectos negativos sobre la creación de empleo y cuáles debían ser las líneas generales de la reforma. Es comprensible que existan discrepancias sobre aspectos de la reforma, pero no puede caber duda de que nuestro viejo modelo laboral era muy ineficiente y debía ser reformado.

El *Informe Anual* del Banco de España explica cómo la intensificación de la crisis de la deuda soberana y su interacción con la situación del sistema financiero han sumido a la economía española en una doble recesión: 2009 y 2012. Se trata de un acontecimiento extraordinario, sobre el que no existen precedentes en nuestro historial económico, y que complica



notablemente, desde luego, la corrección de los desequilibrios en nuestras finanzas públicas debido a su doble impacto: dificultando el aumento de los ingresos y favoreciendo el aumento de los gastos.

La previsión del Banco de España es que para todo el año 2012 se registre una caída del PIB del 1,5 %. Pero hay que señalar, y es una constatación positiva, que nuestra economía está registrando un ajuste que tiene ya una intensidad apreciable. Vamos a terminar 2012 con una balanza corriente cercana al equilibrio, una evolución de los precios bastante favorable —nuestra tasa de inflación sigue por debajo de la media de la Unión Monetaria— y una evolución salarial que va a permitir una trayectoria de los costes laborales unitarios compatible con una mejora en nuestra competitividad. Obviamente, una parte del ajuste en la balanza corriente se explica por la baja actividad económica, pero solo una parte. Hay también mejora en la competitividad.

#### La situación de nuestro sistema bancario

Paso ahora a nuestro sistema bancario, a su evolución durante los últimos años y a su situación actual.

Nuestro sistema bancario atraviesa por dificultades cuya gestación hay que buscarla en el largo período de expansión iniciado a mediados de los noventa y prolongado hasta los inicios de 2008. Fue un período en el que la inversión crediticia del sector privado residente aumentó a una media anual del 15 %, ritmo que se aceleró en la parte final de este período, llegando a cifras medias del 23 % entre 2004 y 2007. La deuda bruta de los hogares y de las sociedades no financieras pasó, de suponer un 107 % del PIB en 2000, a un 201 % a finales de 2011, cuando esa misma ratio se situaba en el entorno del 165 % tanto en el conjunto de la UEM como en Estados Unidos —en el Reino Unido, sin embargo, alcanzaba un 207 %—.

Esta acumulación de pasivos por parte del sector privado llevó a un incremento de la posición deudora neta española frente al resto del mundo, que en 2011 se situó en un 92 % del PIB. Esta cifra se aproxima a las exhibidas por Grecia (antes de la quita), Portugal o Irlanda —todas ellas en el entorno del 100 %—. Países como Francia, Italia, Reino Unido o Estados Unidos muestran posiciones deudoras netas frente al resto del mundo entre el 10 % y el 20 % del PIB. En el otro extremo, Alemania y Holanda tienen posiciones activas netas frente al exterior en el entorno del 35 % de su PIB.

Por otra parte, yendo al Activo de los balances bancarios, el crecimiento de la inversión crediticia no fue equilibrado entre los distintos sectores de la economía, sino que se concentró principalmente en el sector inmobiliario, de manera que el riesgo relacionado con la adquisición, promoción y construcción inmobiliarias llegó a alcanzar en 2007 el 62 % de la financiación al sector privado residente.

Esta progresión de las carteras crediticias no podía financiarse mediante la evolución —digamos— natural de los depósitos de la clientela minorista residente (que es la base de financiación más estable), sino que se recurrió de forma creciente a los mercados mayoristas e interbancarios, que proporcionaban en aquella época recursos líquidos abundantes a precio razonable, pero que, en contrapartida, exponían a las entidades a riesgos muy altos de liquidez y de coste para el reemplazo de las financiaciones a su vencimiento, unos riesgos que muchas entidades españolas no estaban acostumbradas a gestionar.

De esta forma, las cotas alcanzadas de riesgo inmobiliario y de dependencia de los mercados de financiación mayoristas, en buena parte extranjeros, pasaron a ser dos fuentes de vulnerabilidad que se hicieron evidentes con la crisis a partir de 2008.

La crisis financiera internacional se inicia a mediados de 2007 en Estados Unidos, y desde Estados Unidos va contagiando al conjunto de la economía de los países desarrollados y a sus sistemas financieros.

En España se adoptaron las primeras medidas en octubre de 2008. Se creó el Fondo de Adquisición de Activos Financieros y se aprobó un mecanismo de avales públicos, para facilitar nuevas emisiones de títulos bancarios, todo ello con objeto de hacer frente a las dificultades que iban apareciendo en el mercado interbancario y que afectaban a la financiación mayorista de algunas entidades.

Después, también en 2008, se elevó a 100.000 euros la cobertura de los depósitos garantizados para bancos, cajas y cooperativas, al igual que se hizo por entonces en algunos otros países europeos.

En 2009 se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), para permitir el apoyo público a las integraciones entre entidades de crédito, definiendo un nuevo marco de resolución. Esta iniciativa permitió, o favoreció, un conjunto de fusiones e integraciones entre cajas de ahorros, que pasaron de ser 45 entidades a 17 entidades o grupos a finales de 2010.

En 2010 se publicó una norma importante, el Real Decreto Ley 11/2010, que afrontaba las dos principales limitaciones de nuestras cajas de ahorros: su incapacidad o imposibilidad para captar capital en los mercados y sus problemas de gobernanza, abriendo la vía para que pudieran ejercer su negocio financiero de forma indirecta, a través de bancos, fórmula que se generalizó rápidamente.

También en 2010, se adoptaron medidas en cuanto a régimen contable de las provisiones, endureciendo el tratamiento de los activos adjudicados y de las garantías inmobiliarias y acortando los calendarios de dotación de riesgos morosos; se inició una política de mayor transparencia en las llamadas «pruebas de resistencia», llevadas a cabo bajo la coordinación de las instituciones europeas; y el Banco de España exigió a las entidades ampliar la información que proporcionaban sobre sus activos en promoción y construcción y en la cartera hipotecaria minorista.

A comienzos del 2011, mediante el Real Decreto Ley 2/2011, se elevaron los requerimientos de capital para nuestras entidades de crédito, estableciéndose un nuevo coeficiente mínimo del capital, el llamado «capital principal» del 8 %, que se elevaba al 10 % para entidades muy dependientes de los mercados mayoristas. Este mismo Real Decreto Ley ofreció el respaldo del FROB para aquellas entidades que no pudieran alcanzar los nuevos mínimos obligatorios por sus propios medios, mediante un nuevo sistema de ayudas que abrió la puerta a la entrada del FROB como accionista en el capital de las entidades.

En octubre de 2011 se unificaron los tres fondos de garantía de depósitos (de bancos, cajas y cooperativas), a la vez que se previó la posibilidad de que este nuevo fondo participara en la financiación de las operaciones de reestructuración gestionadas por el FROB.

Aunque el problema venía de más lejos, como ya he señalado, los datos sobre la evolución de nuestro sistema financiero indican con claridad que entre 2003 y 2007 se produce un gran incremento en nuestro endeudamiento total, bruto y neto, que afecta al conjunto de la economía y que en un país tan bancarizado como el nuestro se canaliza, fundamentalmente, a través del sistema bancario.

A pesar de las medidas adoptadas entre 2008 y 2011, las dudas sobre la viabilidad de una parte de nuestro sistema bancario y de cajas de ahorros no se despejaron, y se fueron intensificando a lo largo de 2011 y principios de 2012. El empeoramiento de la situación económica internacional y el deslizamiento de nuestra economía hacia una nueva recesión contribuyeron, desde luego, a esta evolución, que se centraba, de forma primordial, en la valoración contable y el tratamiento de la gran masa de activos relacionados con el riesgo inmobiliario.

Pero, evidentemente, no podemos atribuir toda la responsabilidad por el deterioro de la confianza en nuestro sistema bancario a la coyuntura económica internacional, a los problemas de la zona del euro —en particular, la situación de Grecia y las negociaciones sobre su rescate, que han tenido un indudable y fuerte impacto, como lo ha reconocido en diversas ocasiones el propio Banco Central Europeo— o a nuestra recesión.

Voy a entrar ahora en un terreno que sé bien que es delicado, y por lo que me expongo a ser malinterpretado, pero es un aspecto que no quiero soslayar o evitar. Deseo hacer algunas observaciones sobre lo ocurrido en nuestro sistema financiero desde el punto de vista de la supervisión y de las responsabilidades del Banco de España.

En los años de la burbuja inmobiliaria y financiera que acaba en 2008 existía una especie de euforia, no solo en España, sino en todos los países de la Unión Europea y en Estados Unidos, que llevaba a no ver, o no querer ver, los riesgos que se estaban acumulando. Era como si nadie quisiera prever escenarios de recesión, de subidas de tipos de interés o de colapso de financiación.

Solo a título de ilustración, voy a señalar tres cuestiones en las que, insisto, con la fácil lucidez que da mirar al pasado desde el presente —y, por supuesto, sin pretender dar ninguna lección a nadie—, podemos concluir que se actuó con poca decisión o de modo insuficiente o inadecuado.

En primer lugar, el mecanismo llamado «Sistema Institucional de Protección» (SIP), las conocidas como «fusiones frías», una forma de integración que trataba de evitar o soslayar las dificultades políticas planteadas desde las Comunidades Autónomas (y otras dificultades planteadas desde las propias entidades) a fusiones e integraciones de cajas de ahorros que se consideraban convenientes. Las «fusiones frías» se aceptaron con la intención de favorecer ciertos procesos que podían permitir racionalizar el sector y mejorar la eficiencia de determinadas cajas, pero, parece claro, su efecto final no fue demasiado positivo y contribuyó, más bien, a retrasar decisiones y ajustes.

Otro ejemplo estaría en la provisión anticíclica, a la que el Banco de España se vio obligado, si no a renunciar del todo, sí a renunciar en parte. El Banco de España fue, indiscutiblemente, pionero en la introducción de esta norma que hoy se clasificaría como herramienta de política macroprudencial. Esta medida fue, en su momento, criticada por la comunidad financiera internacional por su difícil compatibilidad, se decía, con las normas contables y por su contraste con la separación entre políticas macro y regulatorias que en aquel momento se preconizaban, y también fue criticada, hay que recordarlo, por la banca española, pues se entendía que dañaba o podía dañar su posición competitiva.

Desde la perspectiva de hoy, muchos estarían de acuerdo en que el defecto principal de aquella norma era su timidez y su insuficiencia para contener el crecimiento excesivo del crédito, y que todos habríamos salido ganando si se hubiera mantenido y generalizado, tal como el Banco



de España la defendió a comienzos de los años 2000, y si se hubiera hecho, incluso, más exigente. En suma, el Banco de España fue considerado entonces heterodoxo, pero hoy sabemos que debería haber sido aún más heterodoxo en su utilización de su capacidad regulatoria y supervisora para mitigar la vulnerabilidad de nuestro sistema financiero.

Además, y este es el tercer punto al que me quería referir, creo que casi nadie previó la doble recesión, algo que afectó, sin duda, a la calidad de los *stress tests* o pruebas de esfuerzo que el Banco llevó a cabo en 2010 y 2011, en el marco de un ejercicio dirigido por la Autoridad Bancaria Europea.

En suma, y juzgando lo ocurrido con la información que hoy tenemos, hay que reconocer que en el Banco de España no tuvimos éxito en lo que ahora llamamos «supervisión macroprudencial». No nos enfrentamos con la decisión que ahora entendemos habría sido necesaria al gran aumento de nuestro endeudamiento y, después, a la contención y corrección del fortísimo deterioro en los balances bancarios, consecuencia del estallido de la burbuja y de la recesión. El hecho de no ser el único supervisor europeo al que puede hacerse este reproche no es un consuelo para nadie.

Dicho lo anterior, quiero llegar ahora a comienzos del presente año, 2012. Los dos reales decretos leyes, el de febrero y el de mayo, han significado adoptar un enfoque más radical para hacer frente a la morosidad ya producida o potencial en los activos de los bancos y al saneamiento y reestructuración de una parte significativa de nuestro sistema bancario.

El primero de estos decretos, en febrero, centró su atención en la cartera de activos problemáticos, al exigir unos requerimientos extraordinarios de provisión sobre los créditos calificados como dudosos o subestándar, con independencia del valor de las garantías, y sobre los activos inmobiliarios adjudicados o recibidos en pago de deudas. Adicionalmente, en el caso de los activos problemáticos con mayor perfil de riesgos, como terrenos y promociones en curso, se exigía un colchón de capital que protegiese a las entidades ante eventuales pérdidas extraordinarias. Además, las entidades debían constituir una provisión del 7 % para la cartera de créditos considerados no morosos o normales.

El segundo decreto, en mayo, da un paso más y trata de resolver las dudas sobre la cartera de activos en situación contable normal o no morosa, al aumentar las provisiones exigidas en función de la naturaleza de los activos financiados. En resumen, se incrementan las provisiones medias del 7 % al 30 %, con una mayor penalización para las exposiciones respecto a la financiación de suelo o sin garantía real.

El esfuerzo conjunto para las entidades de crédito de los dos decretos leyes, que tiene que completarse en el presente ejercicio, 2012, se eleva a unos 59 mm de provisiones y 11 mm de colchón de capital.

Con este nuevo esfuerzo, el sector bancario español habrá realizado, entre 2007 y 2012, saneamientos por importe superior a 200 mm de euros, a los cuales hay que sumar el incremento de los requerimientos de capital principal de 11 mm antes citado. Ello supone, de manera agregada, un esfuerzo equivalente a más del 20 % del PIB español de 2011.

#### Evaluación externa y acuerdo con el Eurogrupo

En el deterioro de la confianza en el sistema bancario español ha influido un conjunto complejo de circunstancias: la evolución negativa de la economía internacional; la crisis de la Unión Monetaria; la falta de mejora en las finanzas públicas de un conjunto de países

(entre ellos, España); y, desde luego, la percepción, por parte de los mercados, de que nuestro sistema bancario no estaba resolviendo sus problemas de morosidad y de deterioro en los activos inmobiliarios.

En esta situación, el Gobierno tomó, el pasado mes de mayo, dos decisiones: 1) llevar a cabo una evaluación independiente del grado de solvencia y de las perspectivas de negocio del conjunto del sistema bancario español, y 2) obtener la ayuda financiera de nuestros socios europeos para poner en marcha un plan de reestructuración y recapitalización de nuestro sistema bancario.

En cuanto a la primera de esas medidas, recordaré que se llegó a un acuerdo con dos evaluadores independientes y cuatro auditores para la realización de una estimación de las necesidades de recursos propios de los bancos españoles, en dos escenarios de recesión, uno de ellos de recesión severa, durante los años 2012 a 2014. Los resultados de esta primera evaluación se hicieron públicos el pasado 21 de junio y mostraron, en una primera aproximación, que el conjunto del sistema bancario español podría necesitar entre 51 mm y 62 mm de euros para mantener una ratio de capital de 6 % en un escenario macroeconómico muy pesimista, que en suma significase una caída acumulada del PIB del 6,5 % entre 2012 y 2014.

Este primer examen deberá completarse con otros dos ejercicios que se han de desarrollar antes de finales de septiembre, que implicarán un análisis detallado de los balances de 14 grupos bancarios, la clasificación de los activos, las provisiones realizadas y las valoraciones que se hayan tenido en cuenta, para llegar a determinar las necesidades de recapitalización y provisiones de cada una de las instituciones estudiadas, que representarán más del 90 % del sistema bancario español.

Conviene recordar que todo este ejercicio de evaluación y auditoría ha sido y va a ser coordinado y controlado por comités en los que están representados la Comisión Europea, el Banco Central Europeo, la Autoridad Bancaria Europea y el Fondo Monetario Internacional; además de, claro está, el Ministerio de Economía y Competitividad y el Banco de España. El acuerdo alcanzado entre el Gobierno español y el Eurogrupo se va a materializar, en primer lugar, en un Memorando de Entendimiento que se firmará el próximo 20 de julio, a lo que seguirán otros acuerdos para su desarrollo y aplicación.

El uso efectivo de los fondos solo podrá especificarse cuando termine el ejercicio en su totalidad, es decir, cuando finalicen el ejercicio llamado *bottom up* y el control de los evaluadores. Pero los criterios generales para aplicar los fondos, que se recogerán en el Memorando de Entendimiento, ya se conocen y puedo resumirlos brevemente.

Un primer grupo de bancos cumplirá con las nuevas referencias de *core capital* previstas en el ejercicio, sin necesidad de medidas de recapitalización. No es un secreto que las grandes entidades del sistema financiero español han venido demostrando su solvencia, su capacidad para absorber pérdidas en situaciones de tensión y su capacidad para generar elevados niveles de capital interno, por lo que cabe presuponer que, junto con otras entidades de menor tamaño, estarán dentro de este grupo. En definitiva, el ejercicio confirmará que una parte relevante de nuestro sistema bancario está en disposición, sin necesidad de ayudas públicas, de mantener toda su actividad y de contribuir eficientemente a la canalización de los flujos financieros de nuestra economía.

Hay un segundo grupo de entidades ya predefinido, en el que se integran los bancos intervenidos o controlados por el FROB: BFA/Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco y Banco

de Valencia. No es aventurado anticipar que concentrarán las mayores necesidades de capital que se deriven del ejercicio.

En un tercer grupo de bancos se incluirán aquellos otros en los que se concreten necesidades adicionales de capital que, por su cuantía y por la propia posición de las entidades, solo podrán atenderse mediante el recurso a las ayudas públicas previstas en el programa europeo de asistencia financiera.

Finalmente, un cuarto grupo de bancos lo formarán aquellos que, sin llegar a los niveles de capital requeridos, planteen en sus planes de recapitalización medidas adecuadas para conseguir capital privado en un plazo de tiempo moderado. Cuando las necesidades de capital adicional que requieran sean elevadas, es razonable que, de forma provisional, reciban una inyección transitoria de fondos públicos en forma de capital contingente.

Todo esto, en cuanto a grupos de bancos. Pero el Memorando de Entendimiento tiene, además, un contenido de procedimientos y objetivos. Yo lo resumiría en cinco apartados.

- 1 Las ayudas prestadas a cada banco implicarán el cumplimiento de una serie de condiciones, cuyo marco general se ha negociado entre las autoridades europeas y españolas. El objetivo último es consolidar la capacidad y resistencia de nuestro sistema bancario a largo plazo y generar la confianza precisa para normalizar su acceso a los mercados.
- 2 Los bancos que reciban ayudas públicas habrán de acometer un proceso de reestructuración, compatible con la normativa europea de ayudas de Estado. Como es lógico, el nivel de exigencia de los planes de reestructuración habrá de estar en consonancia con el volumen de las ayudas previstas, y estarán orientados a reforzar la capacidad para mantener un negocio sostenible y rentable. La reestructuración se podrá traducir en ajustes de tamaño, eliminación de los segmentos de negocio no rentables, reequilibrio de las estructuras de financiación, mejoras en la gobernanza y racionalización de las redes.
- 3 En caso de que se determine que alguna entidad no resulta viable, se procederá a su resolución ordenada, como ya se ha hecho con algunas entidades a lo largo de esta crisis, como han sido los casos de la Caja de Castilla-La Mancha, CajaSur, Caja de Ahorros del Mediterráneo y Unnim.
- 4 Dos de los principios en que se basarán la recapitalización y la reestructuración de una parte de nuestro sistema bancario serán la separación de los activos problemáticos (el instrumento que hemos dado en llamar «banco malo», aunque es posible que no sea un banco, sino una compañía o sociedad de gestión de activos) y la participación en los costes del saneamiento y de la reestructuración, de accionistas, acreedores y contribuyentes en general:
  - a La segregación de activos problemáticos (principalmente, inmobiliarios) continúa y amplía un camino ya abierto por nuestra normativa con el Real Decreto Ley 18/2012, que prevé la segregación en compañías separadas de activos adjudicados en pago de deudas, separando definitivamente los activos dañados, los inmuebles adjudicados y los créditos morosos de los balances de los bancos que reciban ayuda pública. Es una técnica experimentada en otros países como —Suecia, Irlanda, Estados

Unidos o Alemania—, un vehículo o entidad en que concentrar esos activos para su gestión y venta posterior, «limpiando» los balances de las entidades y permitiendo, en caso de que sean viables, su puesta en valor y venta posterior.

- b En relación con el reparto equitativo de los costes, el acuerdo recogerá la necesidad de minimizar las cargas para el contribuyente, a través de medidas que podrán afectar, entre otros, al pago de dividendos, a las remuneraciones de los administradores de las entidades y a los compromisos asumidos por los tenedores de instrumentos computables como capital distintos de las acciones.
- 5 El Memorando preverá una serie de medidas de aplicación a toda la banca española. Estas medidas se centrarán en la exigencia de un coeficiente de capital del 9 %, e incluirán mejoras en la normativa de resolución, en el tratamiento del riesgo de concentración, en el papel de las cajas como accionistas de bancos, en la transparencia de la información financiera, en los procedimientos supervisores, en la comercialización de productos complejos y en la Central de Información de Riesgos, entre otros aspectos.

Los planes de recapitalización que presenten las entidades tendrán que ser realistas y ejecutables en un corto plazo; en caso contrario, las entidades habrán de demostrar su viabilidad, acometer un proceso de reestructuración y recibir ayudas públicas. Si alguna entidad no tuviera pulso suficiente para asegurar su futuro, habrá de encarar un proceso de resolución o liquidación ordenada. La gestión de la masa de activos inmobiliarios dañados de las entidades receptoras de ayudas se prolongará en el tiempo, pero de forma separada, sin contaminar las operaciones y los resultados de los bancos.

El núcleo de nuestro sistema bancario es fundamentalmente sano y yo tengo la seguridad de que pronto, con la puesta en marcha del programa en curso, nuestros bancos desarrollarán su actividad con la solvencia y vitalidad necesarias para cumplir con su misión principal: intermediar eficientemente los flujos financieros y contribuir al crecimiento de la economía.

Tenemos un sistema financiero con bancos que están entre los más eficientes en cualquier comparación internacional. Creo que todos vamos a aprender la lección, que es muy dolorosa desde diversos puntos de vista, y que nuestro sistema financiero saldrá de esta crisis reforzado y más eficiente, y que volverá a ser la pieza fundamental que siempre ha sido para el avance de nuestra economía y el bienestar de nuestros ciudadanos.

Muchas gracias a todos por su atención.

17.7.2012.

Durante los últimos meses, y especialmente a partir de mayo, la economía española se ha visto fuertemente afectada por el recrudecimiento de las tensiones financieras en el área del euro. Como se analiza a lo largo de este Informe trimestral, al agravamiento de la crisis de deuda soberana han contribuido factores de distinta naturaleza, entre los que figuran las propias dudas suscitadas en torno a la economía española; en particular, sobre las necesidades de recapitalización de su sistema financiero y su capacidad para completar el proceso de consolidación fiscal según las pautas acordadas a escala europea. Las dudas sobre la economía española se han materializado en nuevas salidas de financiación, aumentos de las primas de riesgo de la deuda soberana, retrocesos en los índices bursátiles y rebajas en las calificaciones crediticias de la deuda pública y privada. En respuesta a los riesgos que esta situación representaba, las autoridades españolas acometieron diversas actuaciones, entre las que destaca la petición de asistencia financiera a la UE con el propósito de recapitalizar las entidades bancarias más débiles (cuyas condiciones se recogen en el Memorando de Entendimiento firmado el pasado 20 de julio) y la aprobación de un ambicioso paquete de medidas para reconducir la senda del déficit público hacia una cota por debajo del 3 % en 2014, tras la ampliación del plazo concedida por la UE.

De acuerdo con las estimaciones preliminares, que se basan en una información todavía incompleta, la actividad en España volvió a caer en el segundo trimestre. Se estima que el ritmo de descenso fue algo más intenso que el de los dos trimestres anteriores, con una tasa de variación intertrimestral del -0,4 %. La demanda nacional retrocedió de forma más acentuada que el trimestre anterior (-1,2 %, frente al -0,5 %), pues el gasto de las familias y la demanda de las AAPP se contrajeron a un ritmo más rápido. Como viene siendo la tónica de los últimos años, la demanda exterior neta amortiguó el impacto negativo del descenso de la demanda nacional en el PIB, pues realizó una contribución positiva [0,8 puntos porcentuales (pp)], más alta que la del trimestre precedente, gracias a una moderada recuperación de las exportaciones. En términos interanuales, el PIB descendió un 1 %, frente al -0,4 % observado en el primer trimestre del año.

Se estima que el empleo disminuyó en el segundo trimestre a un ritmo interanual del 4,6 %, por lo que la productividad siguió creciendo a una tasa muy elevada (3,8 %). Esto, unido a la desaceleración prevista en el aumento de la remuneración por asalariado, permitió que los costes laborales unitarios continuaran reduciéndose a un ritmo significativo. Pese a la debilidad del gasto, los precios de consumo mantuvieron una tasa interanual del 1,9 % en la media del segundo trimestre, similar a la cota observada en marzo, aunque el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— mostró tasas más moderadas (1,3 % en junio). La inflación, medida en términos del IAPC, mantuvo un crecimiento interanual inferior al de la zona del euro, aunque en junio ese diferencial se estrechó ligeramente, hasta -0,6 pp. En los próximos meses se prevén subidas de algunos precios como consecuencia de la subida acordada del IVA, además de las otras medidas que afectan a precios administrados, como la electricidad, los medicamentos o las tasas universitarias, si bien estos efectos se verán parcialmente compensados por el impacto de los menores precios del petróleo que se han observado en las últimas semanas, tendencia que podría continuar en los próximos meses, tal y como parecen anticipar los mercados de futuros. En todo caso, en el entorno recesivo que vive la economía española cabe esperar que la traslación de las subidas impositivas a los precios



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



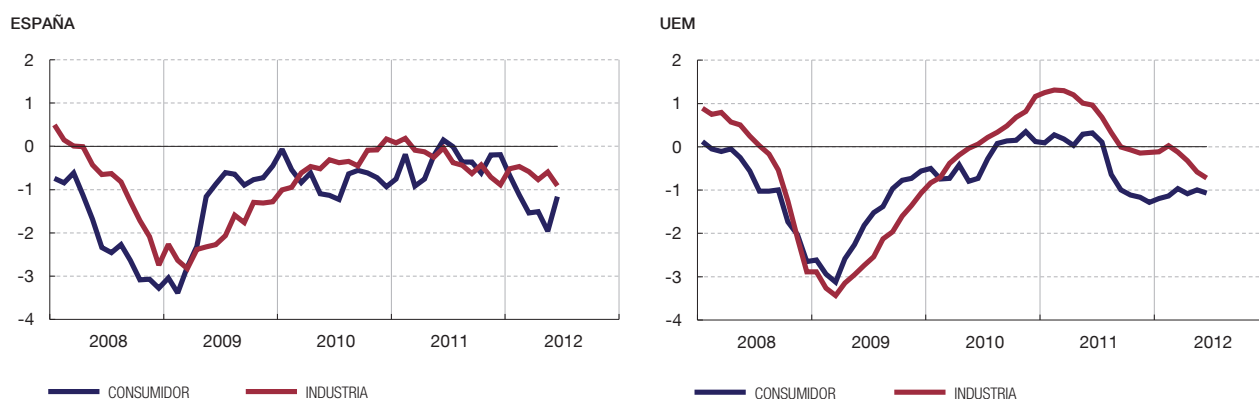
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

de consumo sea solo parcial, en línea con lo que ocurrió en 2010, y que, además, el impacto sobre la tasa de inflación sea pasajero.

La economía mundial experimentó un cierto deterioro en el segundo trimestre, marcado por el recrudecimiento de la inestabilidad de la zona del euro, donde se observó un empeoramiento generalizado de la situación económica, que ha llevado a que las estimaciones disponibles apunten a un descenso del PIB en esta área en el segundo trimestre. Ese retroceso afectó a la economía mundial principalmente a través del canal comercial —por las menores importaciones procedentes del área del euro—, si bien el pesimismo de los mercados europeos se contagió, en alguna medida, a las bolsas mundiales y a los mercados de bonos. Esto, junto con ciertos indicadores de debilidad interna en algunos países, ha supuesto que, en general, las perspectivas globales se hayan revisado a la baja para 2012 y que se hayan intensificado los riesgos de un crecimiento menor de la economía mundial. En Estados Unidos, los indicadores relativos al segundo trimestre muestran una economía algo más débil, especialmente atendiendo a los datos de empleo. También en algunas economías emergentes, como China, India o Brasil, se aprecian signos de desaceleración, aunque se prevé que, en su conjunto, sigan manteniendo un dinamismo muy superior al de los países industrializados. En el lado positivo, la disminución de los precios de la energía y de otras materias primas ha mejorado las perspectivas de inflación. En concreto, el precio del petróleo bajó de la barrera de los 100 dólares en junio y, aunque en los últimos días ha repuntado, las perspectivas se mantienen por debajo de esa cota en los próximos meses.

Las turbulencias que afectaron a la zona del euro en el segundo trimestre, tras el alivio que supusieron las medidas no convencionales de política monetaria adoptadas por el BCE a finales de 2011, evidenciaron la complejidad de los problemas de fondo que subyacen a la crisis del área. Se hizo patente la necesidad de adoptar medidas de mayor calado. A corto plazo, para aliviar los elementos de tensión que están afectando a los países más vulnerables del área, quebrando el vínculo entre riesgo soberano y riesgo bancario, y detener la renacionalización de los mercados financieros, que tan nefastas repercusiones está teniendo para la capacidad de obtener financiación exterior. Y, desde una perspectiva más de largo plazo, para despejar las dudas sobre el marco institucional de la Unión Monetaria, con medidas que mejoren su funcionamiento y establezcan las expectativas sobre la continuidad del proyecto. En este sentido, la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno de la UEM y el Consejo Europeo del 28 y 29 de junio fueron hitos importantes (véase recuadro 2)



FUENTE: Comisión Europea.

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

en los que se discutieron los elementos esenciales que deberían configurar la UEM en el futuro y se impulsó el avance hacia una unión bancaria europea, en la que el BCE habrá de desempeñar un papel central. Además, desde la perspectiva de las acciones con impacto más inmediato, se acordó que, cuando exista ese único supervisor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad podría capitalizar directamente a las entidades de crédito que lo precisaran, lo que ayudaría a desvincular el riesgo bancario del riesgo soberano. Asimismo, se flexibilizaron las posibilidades para que el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, que pronto entrará en funcionamiento, puedan comprar deuda pública en los mercados secundarios. También fue relevante la aprobación de un programa para impulsar el crecimiento en la UE, mediante la movilización de recursos del presupuesto europeo y del Banco Europeo de Inversiones, que coloca la reactivación económica entre las prioridades de las instituciones europeas.

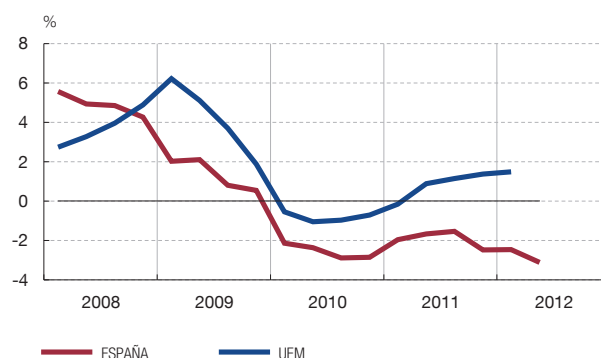
En el ámbito del procedimiento de desequilibrio macroeconómico, la Comisión Europea publicó en mayo los exámenes exhaustivos de los doce países cuyos desequilibrios se habían identificado como más relevantes (véase recuadro 3). Tras esa evaluación, en ninguno de los casos se valoró que los desequilibrios fueran excesivos, por lo que el procedimiento correctivo contemplado no se ha puesto en marcha, si bien debe señalarse que España y Chipre fueron los países donde se juzgó que esos desequilibrios eran más severos. Estas recomendaciones, junto con las relativas a los programas de estabilidad, fueron aprobadas a su vez por el Consejo Europeo de junio. Posteriormente, el ECOFIN, en su reunión del 10 de julio, emitió una recomendación específica para España sobre el procedimiento de déficit excesivo, que, al considerar las circunstancias económicas adversas, extendió en un año el plazo para situar el déficit público por debajo del 3 % del PIB. Así, la nueva senda de reducción del déficit debería colocar a este en el 6,3 % del PIB en 2012, el 4,5 % en 2013 y el 2,8 % en 2014, lo que supone un esfuerzo fiscal medio anual en términos estructurales superior a 2 pp del PIB. También se pidió a España que reforzara esa senda con el anuncio de un plan presupuestario para 2013 y 2014, que deberá presentarse antes de finales del mes de julio.

En el ámbito de la política monetaria, la desaceleración de la inflación observada y las previsiones de que esa moderación iba a continuar en el futuro, dado el deterioro de las perspectivas económicas, permitió que el Consejo de Gobierno del BCE decidiera en su reunión del 5 de julio reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos (pb), hasta el 0,75 %, al tiempo que el tipo de interés de la facilidad

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.

marginal de crédito bajó hasta el 1,5 %, y el de la facilidad de depósito, al 0 %, con lo que los excesos de liquidez de los que disponen las entidades han dejado de estar remunerados por el Eurosistema. Asimismo, se decidió mantener la adjudicación plena a tipo de interés fijo en las operaciones de financiación hasta enero de 2013 y se modificaron los criterios para la aceptación de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria, con el fin de ampliar los instrumentos financieros que pueden servir de respaldo en esas operaciones.

La extraordinaria inestabilidad económica y financiera registrada en los últimos trimestres ha urgido la adopción de reformas ambiciosas en diversos ámbitos, especialmente por parte de los países más directamente afectados por esas tensiones. En el caso español se han registrado avances muy significativos en las dos áreas donde la incertidumbre era más elevada. En lo relativo al sistema bancario, las dudas de los mercados financieros sobre las necesidades de capital de las entidades llevaron a las autoridades españolas a encargar una evaluación de las necesidades de capitalización de las entidades de crédito a dos consultoras externas. Los resultados de estos ejercicios estimaron las necesidades de capital en un rango comprendido entre 52 mm y 61 mm de euros en caso de que ocurriera un escenario macroeconómico muy adverso. Asimismo, el pasado 9 de junio el Gobierno español anunció su intención de solicitar ayuda financiera a las instituciones europeas con el fin de recapitalizar las entidades bancarias más débiles. La solicitud de asistencia, que se formalizó el día 25 de junio, cuenta con el respaldo del Eurogrupo, que ha acordado la concesión de fondos, por un importe máximo de 100 mm de euros. En las últimas semanas se ha elaborado un Memorando de Entendimiento entre las autoridades españolas y las europeas, en el que se fijan condiciones para las entidades que vayan a recibir esos fondos europeos y otras de carácter horizontal, de naturaleza esencialmente financiera (normas que rigen las provisiones, procedimientos de supervisión, separación de los activos problemáticos, etc.). Al mismo tiempo, el Memorando subraya el estrecho vínculo entre los desequilibrios macroeconómicos y la solvencia bancaria, por lo que destaca la importancia de que España cumpla las recomendaciones relativas a las finanzas públicas que aparecen en su procedimiento de déficit excesivo y las relacionadas con las reformas estructurales.

En el ámbito de las finanzas públicas, probablemente el hito principal de los últimos meses en España haya sido la aprobación de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibi-

lidad Financiera, que fortalece sustancialmente el marco de disciplina presupuestaria, al establecer unos objetivos de equilibrio presupuestario para todos los niveles de las AAPP, límites a la deuda pública, requisitos de transparencia, mecanismos de corrección automática de las desviaciones, procedimientos para la vigilancia continua de la evolución presupuestaria e instrumentos para hacer cumplir los objetivos, que incluyen sanciones o, incluso, la intervención de la administración que no ha respetado esas metas. Adicionalmente, el presidente del Gobierno anunció el pasado 11 de julio un amplio paquete de medidas (detalladas con posterioridad en sendos reales decretos<sup>1</sup>), cuyo objetivo es cumplir con los compromisos asumidos en el ámbito europeo. Entre las medidas adoptadas debe destacarse un aumento significativo de la imposición indirecta —con subidas de los tipos normal y reducido del IVA hasta el 21 % y el 10 %, respectivamente—, una reducción de los salarios públicos —con la eliminación de la paga extraordinaria de diciembre—, la eliminación de la desgravación fiscal por la compra de vivienda a partir de 2013, reducciones en la prestación por desempleo a partir de los seis meses y una rebaja adicional del gasto de los ministerios. Asimismo, se aprobó una disminución de las cotizaciones sociales de 1 pp en 2013 y de 1 pp adicional en 2014, que, al reducir los costes laborales, debería incentivar la creación de empleo. Finalmente, se adoptaron diversas medidas orientadas a liberalizar algunos sectores y a fomentar la competitividad.

Como se comentó anteriormente, las tensiones financieras registradas en el área del euro afectaron muy sustancialmente a España. La rentabilidad de la deuda pública a diez años se situó en algunos momentos por encima del 7 %, el diferencial con la deuda alemana rebasó los 500 pb y se mantiene por encima de esa cota al cierre de este Informe. Los índices bursátiles mostraron una gran volatilidad y las caídas acumuladas en el IBEX 35 durante el año hasta mediados de julio se sitúan en torno al 20 %. Las rentabilidades del mercado interbancario se redujeron a lo largo del segundo trimestre, en parte por la expectativa de la bajada de tipos de interés que finalmente decidió el Eurosistema, pero eso no se ha reflejado en los tipos de interés del crédito bancario a empresas, pues se han incrementado los diferenciales respecto a esos tipos de mercado. En cuanto a los mercados inmobiliarios, se ha observado una aceleración del proceso de reducción de los precios de la vivienda. De acuerdo con los datos del Ministerio de Fomento, los precios cayeron un 8,3 % interanual en el segundo trimestre, frente al -7,2 % del primer trimestre, con lo que el descenso acumulado de los precios desde el nivel máximo que alcanzaron en 2008 es del 24 %.

El aumento de las tensiones ha repercutido en un deterioro de la confianza de los agentes, que, además, siguen afrontando condiciones financieras muy estrictas, por lo que el gasto privado acentuó su caída en el segundo trimestre del año. En el caso de las familias, se estima que el consumo disminuyó un 0,5 % en términos de su tasa intertrimestral, influido por la destrucción de empleo, la pérdida de valor de la riqueza y, en general, por el clima de incertidumbre que ha conducido a una revisión a la baja de las perspectivas económicas. Con información hasta el primer trimestre, la tasa de ahorro de las familias siguió descendiendo, por la debilidad de la renta disponible, lo que sugiere que los hogares están reduciendo los márgenes con los que cuentan para suavizar su patrón de consumo, lo que permite anticipar una mayor atonía del gasto familiar en el futuro. La inversión residencial también retrocedió, debido a la existencia de un alto *stock* de viviendas sin vender, que desanima la puesta en marcha de nuevos proyectos, y a la debilidad de la demanda. Aunque la bajada de precios y la transitoria disminución del IVA han podido mejorar las condiciones de accesibilidad a la vivienda, al reducir el esfuerzo financiero que debe afrontarse, la ausencia de unas perspectivas claras hace que la potencial demanda se retraiga, posiblemente a la espera de que esa incertidumbre se disipe.

---

1 Real Decreto Ley 20/2012 y 21/2012, ambos de 13 de julio.

La financiación concedida a las familias continuó reduciéndose en el segundo trimestre. Con los datos disponibles hasta el mes de mayo, los créditos a las familias disminuyeron un 2,8 % en términos interanuales, tasa similar a la observada el primer trimestre. Por componentes, se apreció una caída algo más intensa en los préstamos destinados a la adquisición de bienes de consumo, en comparación con los que se dedicaron a la compra de vivienda. Se estima que, pese a este menor recurso a la financiación ajena en el segundo trimestre, el proceso de desapalancamiento del sector habría avanzado muy moderadamente, debido a la debilidad de la renta disponible de los hogares.

En el caso de las empresas, el clima de incertidumbre ha afectado de manera determinante a sus decisiones de inversión, dado el horizonte de largo plazo que deben considerar esos proyectos. Se estima que la inversión en bienes de equipo disminuyó un 2,2 % en términos intertrimestrales en el segundo trimestre, con descensos tanto en maquinaria como en medios de transporte. La inversión en construcción no residencial también se redujo, además de por las razones anteriores, por el efecto de los planes de austeridad sobre la obra pública, que en muchas ocasiones se realiza en colaboración con el sector privado. La financiación obtenida por las empresas no financieras disminuyó a un ritmo interanual del 1,5 % en mayo, tasa similar a la del primer trimestre, con un descenso más sustancial del crédito bancario y con un aumento de las emisiones de valores de renta fija. Se estima que la ratio de endeudamiento del sector empresarial habría seguido disminuyendo en el segundo trimestre, alejándose del máximo registrado en 2009. Finalmente, debe recordarse que en las últimas semanas se ha puesto marcha el plan de pago a proveedores, con el fin de liquidar las deudas que las Administraciones Territoriales mantenían con empresas y autónomos. Este plan —que va a suponer un desembolso total de 27 mm de euros— debe contribuir a mejorar la situación de liquidez de numerosas empresas y a aliviar las restricciones financieras que pueden estar afrontando.

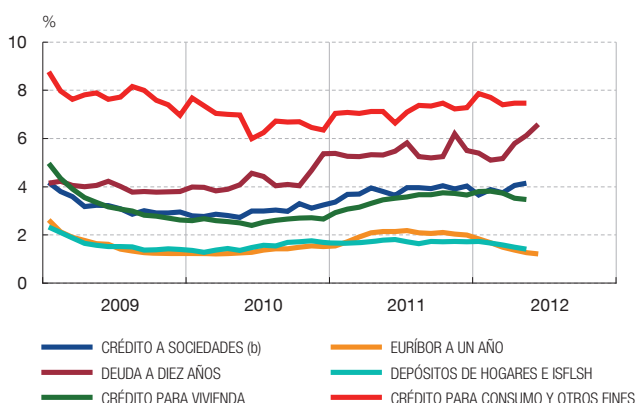
También se prevé que el consumo y la inversión realizados por las AAPP se hayan contraído en el segundo trimestre, siguiendo el proceso de consolidación marcado para este año, con un descenso de las compras de bienes y servicios, una caída del empleo público y una sustancial revisión a la baja de los proyectos de inversión pública. Pese a ello, las desviaciones detectadas en la evolución de la recaudación en los últimos meses señalaban los riesgos de que, de nuevo este año, el déficit público rebasara el objetivo marcado. Con la información correspondiente al primer trimestre de 2012, el déficit de las AAPP, en términos acumulados de cuatro trimestres, se mantuvo en el 8,5 % del PIB (frente al 8,9 % de 2011), lejos, por tanto, del 5,3 %, que era el objetivo fijado para este año. Cabe esperar que las medidas presupuestarias recientemente aprobadas permitan reconducir la senda de consolidación fiscal hacia los nuevos objetivos.

El comercio exterior se ha visto afectado, de nuevo, por la mayor atonía de la economía mundial. Pese a ello, la demanda exterior neta amplió su contribución positiva al crecimiento intertrimestral del producto en el segundo trimestre, hasta 0,8 pp, gracias a la recuperación de las exportaciones, en especial de las ventas de servicios, tanto de turismo como del resto. Las exportaciones de bienes también mostraron una ligera tasa positiva. Aunque las ventas se vieron perjudicadas por la debilidad de la demanda en algunos de nuestros principales clientes, como Francia, Italia y Portugal, las exportaciones a los países de fuera de la UE mantuvieron un apreciable dinamismo. Las importaciones disminuyeron de nuevo, aunque a un ritmo menos pronunciado que en el primer trimestre.

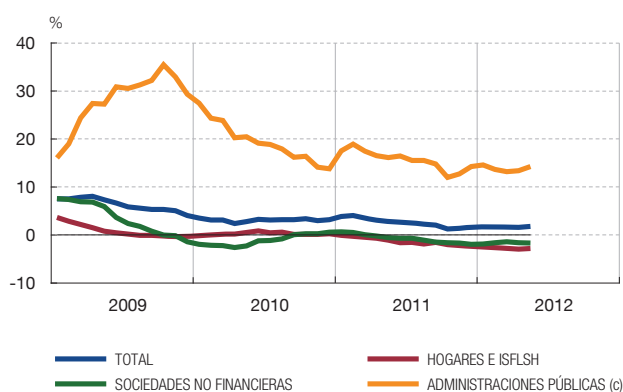
La debilidad del gasto en el segundo trimestre tuvo su contrapartida en una atonía generalizada de la actividad desde el punto de vista de las ramas productivas. El valor añadido en



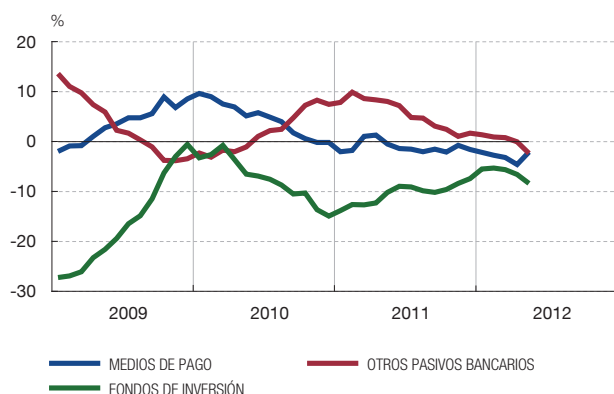
TIPOS DE INTERÉS (a)



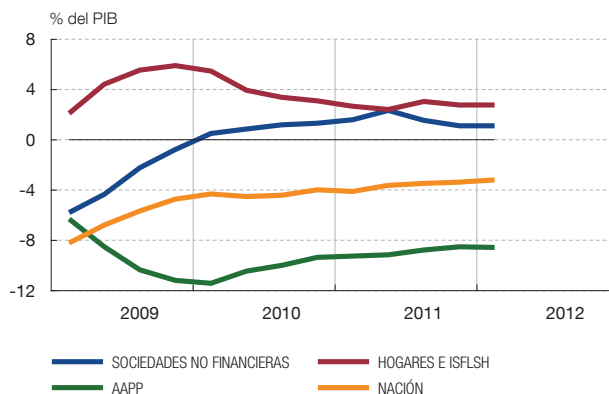
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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 para 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.

la industria y en la construcción prolongaron su trayectoria de descenso intertrimestral, mientras que se estima que el valor añadido de los servicios de mercado se estancó, tras varios trimestres presentando tasas ligeramente positivas. El empleo volvió a caer con intensidad en el segundo trimestre, de forma más significativa en la rama de la construcción, a la vista de los datos de afiliados. Según esta información, en junio se detuvo el proceso de destrucción de empleo, en términos de las tasas desestacionalizadas, pero posiblemente las cifras de ese mes se encuentren en cierta medida distorsionadas por algunos factores, como el proceso de regularización de los empleados de hogar, por lo que habrá que esperar a la información de los próximos meses para valorar si se ha modificado la tendencia que ha mostrado el mercado de trabajo en los últimos trimestres.

Finalmente, se prevé que los costes laborales prosigan la trayectoria de gradual desaceleración que vienen experimentando en los últimos años, pero que representa un ajuste insuficiente, si se tienen en cuenta la significativa debilidad de la demanda y la necesidad

de incrementar la competitividad frente al exterior. Las tarifas salariales recogidas en los convenios registrados hasta junio contienen un aumento salarial del 1,7 %, si bien los incrementos procedentes de los convenios plurianuales —firmados en años anteriores— (1,9 %) son superiores a los que contienen los convenios de nueva firma (0,9 %), aunque estos son todavía muy escasos. La reforma del mercado de trabajo, aprobada ya por el Parlamento como ley<sup>2</sup>, introduce diversas medidas para que la negociación salarial refleje de forma más adecuada la situación particular de cada empresa, por lo que sería deseable que las empresas utilizaran de forma exhaustiva esas posibilidades como vía para mantener el empleo y preservar su competitividad.

En resumen, en el segundo trimestre de 2012 la economía española ha continuado su proceso de ajuste, con una contracción sustancial del gasto privado y del público, y una mejora del déficit exterior, pero estos desarrollos han tenido que enfrentarse a un entorno muy complicado, caracterizado por el debilitamiento de la economía mundial, la inestabilidad de los mercados financieros y las dudas sobre la dirección y el ritmo de la eventual reforma del marco institucional de la zona del euro. En ese contexto, la economía española ha mostrado dos fuentes relevantes de vulnerabilidad: la situación de parte del sistema bancario y la percepción de la dificultad de las AAPP para reconducir de modo efectivo las finanzas públicas hacia una senda de estabilidad. Cabe esperar que los planes de reestructuración, saneamiento y recapitalización que se han puesto en marcha, con apoyo financiero de la UE, la estricta condicionalidad financiera que los acompaña y la realización de ejercicios de resistencia y auditorías por parte de evaluadores externos permitan recuperar la confianza en el sistema bancario. Por su parte, la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria, si se aplica con rigor, debe ser un instrumento esencial para alcanzar la disciplina presupuestaria, a cuyo logro contribuirá también el paquete fiscal recientemente aprobado. Finalmente, deben acelerarse los avances en el ámbito de las reformas estructurales, liberalizando algunos sectores donde el grado de competencia es insuficiente, reduciendo las trabas administrativas a la actividad económica e introduciendo mayor transparencia en el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, pues estas actuaciones pueden amortiguar el efecto negativo a corto plazo de la mayor restricción fiscal y, sobre todo, son las que van a determinar el potencial de crecimiento a medio y largo plazo de la economía y su productividad.

---

2 Ley 3/2012, de 6 de julio.

## 2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

La evolución económica y financiera internacional ha registrado un marcado deterioro durante los tres últimos meses. Los mercados financieros se han caracterizado por un aumento en la aversión al riesgo, que ha favorecido ciertas correcciones en los índices bursátiles, nuevos episodios de huida hacia la calidad y una reducción adicional en los tipos a largo en las principales economías desarrolladas, que han venido acompañados por una tendencia a la depreciación del euro frente a las principales divisas. Junto con esto, los precios del petróleo y de otras materias primas registraron notables caídas. Estos desarrollos han estado influidos por la persistencia de los problemas del área del euro y por la desaceleración de la actividad a escala global, influida también por el deterioro de la actividad en Europa (véase recuadro 1). En efecto, tras la reactivación económica registrada en el primer trimestre de 2012, los indicadores posteriores apuntan a una desaceleración en Estados Unidos y en Japón, y a una prolongación de la atonía en Reino Unido. En las economías emergentes es perceptible, de igual modo, una progresiva ralentización de la actividad, más acusada, en algunos casos (Brasil, China o India), de lo que cabía esperar. Las autoridades económicas han reaccionado con una nueva ronda de medidas de estímulo económico, que han descansado principalmente sobre la política monetaria, respetando los planes de consolidación fiscal en las principales economías. De este modo, los bancos centrales de Reino Unido y Estados Unidos han ampliado sus programas de medidas no convencionales, mientras que los de Brasil y China han optado por bajadas de tipos de interés, que, de momento, no se han generalizado en las economías emergentes.

La evolución de los mercados financieros ha estado marcada, entre otros factores, por un empeoramiento en las perspectivas de crecimiento mundial. Al mismo tiempo, las continuas tensiones vinculadas a la crisis de la deuda soberana en Europa contribuyeron a un aumento de la aversión al riesgo a lo largo del trimestre, con una huida hacia activos de calidad y un repunte de la volatilidad durante los meses de abril y mayo. El sector financiero registró las caídas mayores, especialmente en los países europeos. Los bonos del Tesoro a diez años de Estados Unidos y Reino Unido, así como los alemanes, actuaron como valor refugio, descendiendo su rentabilidad hasta mínimos históricos. Los índices bursátiles registraron descensos tras el anuncio de la ampliación del programa de venta de bonos a corto y compra a largo («Operación *Twist*») de la Reserva Federal, dado que se esperaba una medida más ambiciosa de estímulo monetario. Los mercados presentaron reacciones puntuales positivas, pero de muy escasa duración, tras los acuerdos alcanzados en la cumbre europea de finales de junio, la rebaja de tipos por parte del Banco Central Europeo, la ampliación del programa de compra de deuda del Banco de Inglaterra y el recorte de tipos en China. En el conjunto del trimestre las bolsas acumularon caídas generalizadas, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, siendo en estas últimas de mayor magnitud en Europa del Este y en América Latina. En los mercados cambiarios, el dólar se apreció respecto a las principales monedas, con excepción del yen. Por otra parte, desde abril se ha producido un descenso generalizado de los precios de las materias primas, siendo especialmente acusado en el caso del petróleo. La cotización del barril tipo Brent descendió desde los 120 dólares a principios del trimestre hasta los 90 dólares a finales de junio, aunque desde entonces se ha elevado hasta situarse en torno a los 100 dólares. Esta corrección ha venido impulsada, principalmente, por factores de demanda: deterioro de las perspectivas económicas globales, profundización de la crisis europea y crecimiento inferior al esperado en algunas economías, como China.

El recrudecimiento de la crisis soberana y financiera del área del euro desde el verano pasado se ha reflejado, como se observa en el gráfico 1, en un retraimiento de la demanda interna, con repercusiones en el resto del mundo. El área del euro representa en torno al 14 % del PIB global en paridad de poder de compra —la segunda mayor economía mundial— y un porcentaje algo mayor del comercio global (alrededor del 15 %, una vez excluido el comercio intraárea). Por ello, el nivel de gasto del área del euro y la evolución de sus precios relativos influyen notablemente en las exportaciones de bienes y servicios del resto del mundo. En este recuadro se analiza hasta qué punto la evolución reciente del comercio internacional se ha visto influida por la crisis soberana.

El impacto comercial de la crisis del área del euro debería ser más intenso en las economías que dirigen una parte mayor de sus exportaciones a esta área. El gráfico 2 analiza en más detalle la exposición al área del euro de las principales áreas económicas. Destaca la exposición del Reino Unido y de los países de Europa del Este, al ser el área del euro el destino de más del 50 % de sus exportaciones de bienes y de cerca del 15 % de su respectivo PIB. Fuera de la UE, los vínculos comerciales son más intensos con la Comunidad de Estados Independientes (CEI), el norte de África y África subsahariana. En los casos de Asia —incluyendo China—, América Latina o Estados Unidos, el área del euro representa entre el 5 % y el 10 % de su comercio. En cuanto al comercio de servicios, el impacto potencial se ve mitigado por el hecho de que las exportaciones de servicios representan un porcentaje del PIB todavía reducido en comparación con las de bienes. En el gráfico 3 se observa que, efectivamente, el deterioro de las perspectivas económicas tiene una correlación notable con la exposición comercial al área del euro.

La incidencia global de la crisis del área del euro a través del canal comercial es sustancial, aunque probablemente sea menor que el impacto a través de los canales financieros<sup>1</sup>. Según el FMI<sup>2</sup>, por cada punto de contracción en la demanda agregada del área del euro se produciría una reducción máxima del PIB de los países más expuestos comercialmente de 0,2 pp. Este impacto puede verse reforzado por diversos motivos: la elevada interconexión del área del euro a través de su integración en las cadenas de producción globales podría amplificar el efecto, fundamentalmente a través del comercio de bienes duraderos; además, si la crisis produjera una depreciación en términos efectivos del euro, esta retraería adicionalmente la demanda de

importaciones del área<sup>3</sup>; finalmente, la reducción de los precios de las materias primas, si la crisis del área del euro se prolongase, reduciría los ingresos de las regiones exportadoras y, dado el reciclaje de estos ingresos, afectaría a su demanda externa y a los valores y volúmenes de comercio. En contraposición, esta dinámica favorecería el ajuste de los desequilibrios globales y a la sostenibilidad de los patrones mundiales de comercio.

El impacto a través del canal comercial se empezó a observar en el segundo semestre de 2011 y, tal como se esperaba, las regiones más afectadas han sido las más expuestas comercialmente. Los volúmenes de importación de bienes del área del euro comenzaron a contraerse significativamente, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2011, como se observa en el gráfico 4. El gráfico 5 señala la pérdida de dinamismo más acusada de las exportaciones nominales al área del euro que al resto del mundo para un amplio conjunto de áreas económicas. En concreto, el diferencial de crecimiento de las exportaciones al área del euro respecto a las dirigidas al resto del mundo entró en terreno negativo en el segundo semestre de 2011 en Estados Unidos, Japón y Europa del Este, y amplió su brecha negativa en China y en Asia emergente. La disminución de las exportaciones de Asia al área del euro ha sido particularmente marcada, debido también a una depreciación acusada del euro respecto a las divisas de la región.

En definitiva, como pone de manifiesto el gráfico 6, las exportaciones al área del euro han dejado de contribuir positivamente al crecimiento interanual del comercio al inicio de 2012 en casi todas las áreas geográficas, siendo Europa del Este y Reino Unido —con mayores vínculos comerciales— las zonas donde la repercusión ha sido más acentuada.

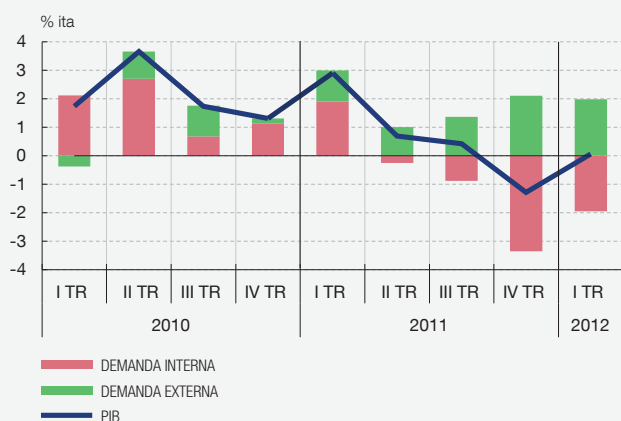
Por último, las tensiones financieras en el área del euro y el notable papel de las entidades de crédito europeas en la financiación del comercio internacional podrían incidir negativamente en el comercio mundial. Las dificultades de financiación de las entidades europeas y el reforzamiento de sus colchones de capital están dando lugar a una reducción de su actividad internacional en ciertos segmentos, como el del crédito al comercio. De hecho, en el segmento del crédito comercial sindicado en Asia se observa el importante retraimiento de las entidades europeas en 2011, a menos de un tercio de la actividad registrada en 2010. Este hueco ha sido aprovechado por competidores asiáticos o estadounidenses, para ganar cuota de mercado, aunque no compensaron completamente la reducción.

1 Véase el recuadro 3.1 del *Informe Anual*, 2011.

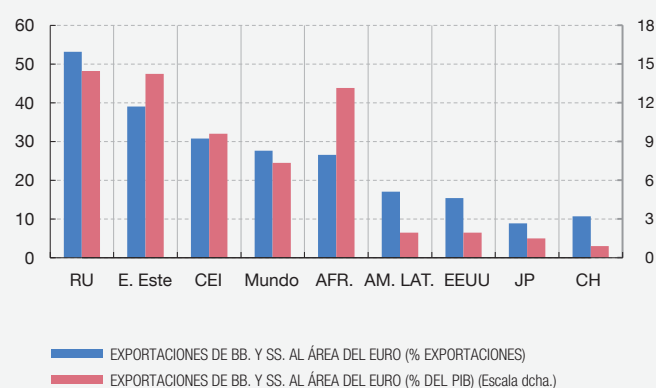
2 *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/185.

3 Se estima que, por cada punto porcentual de depreciación del euro, las exportaciones del área aumentan en 0,3 pp y las importaciones se reducen en 0,1 pp [A. Dieppe et al. (2011), *The ECB's new multi country model for the euro area. NMCM - with boundedly rational learning expectations*, Working Paper Series, European Central Bank, n.º 1316].

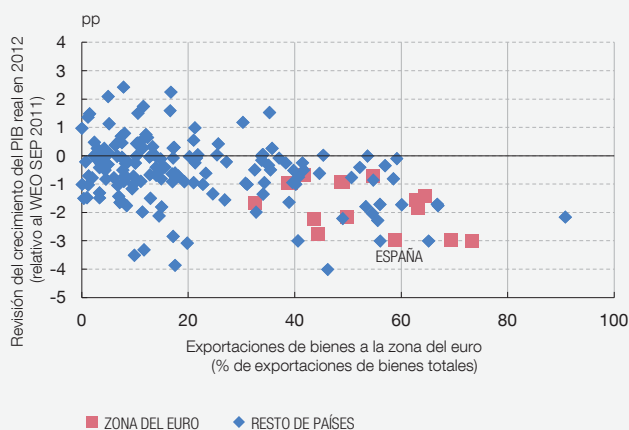
1 ÁREA DEL EURO: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB 2010-2011 (a)



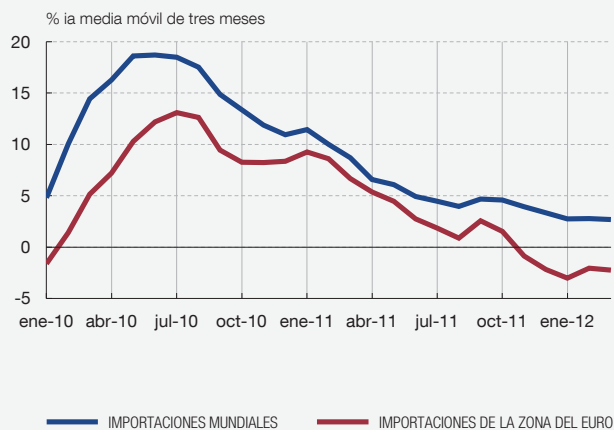
2 EXPOSICIÓN AL ÁREA DEL EURO EN 2010



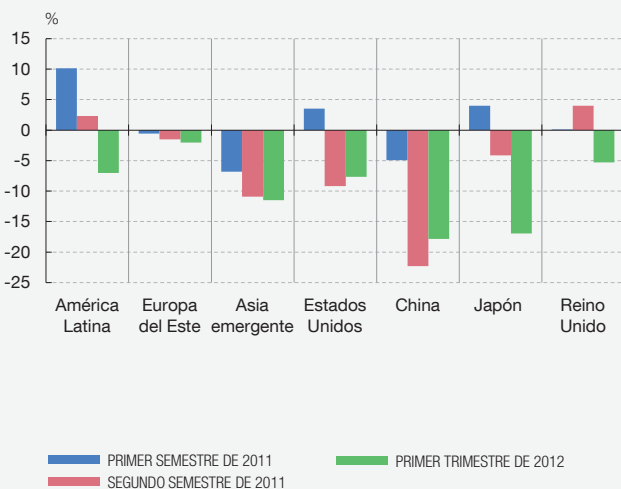
3 EXPOSICIÓN COMERCIAL AL ÁREA DEL EURO Y REVISIÓN EN EL CRECIMIENTO EN 2012



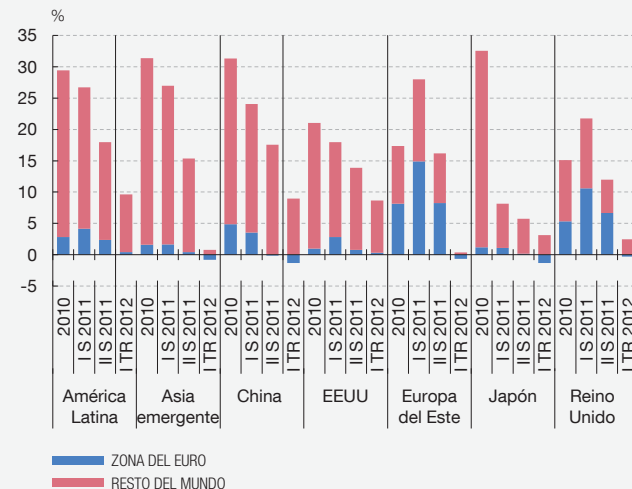
4 IMPORTACIONES REALES. TOTAL MUNDIAL Y ÁREA DEL EURO



5 DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES NOMINALES AL ÁREA DEL EURO RESPECTO AL RESTO DEL MUNDO



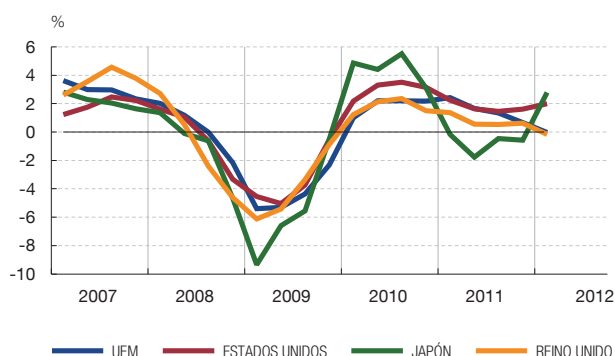
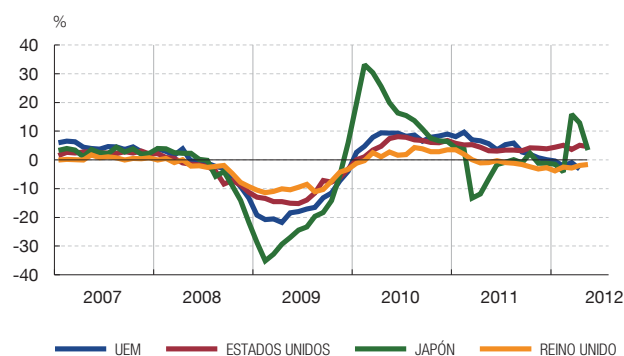
6 APORTACIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS EXPORTACIONES NOMINALES



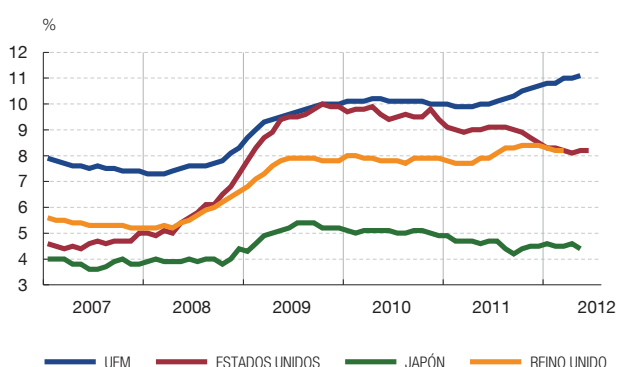
FUENTES: CEIC, CPB, Datastream, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

a Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB.

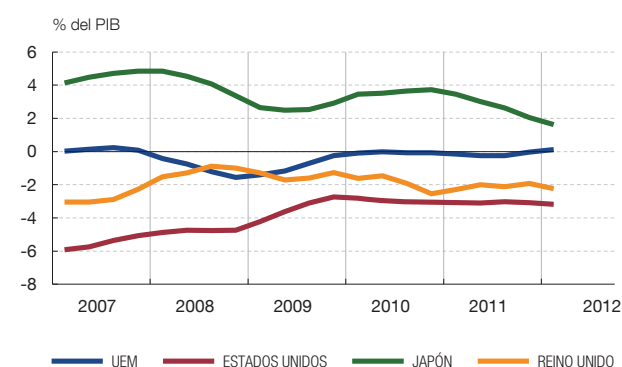


PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanualPRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Tasa interanual

TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

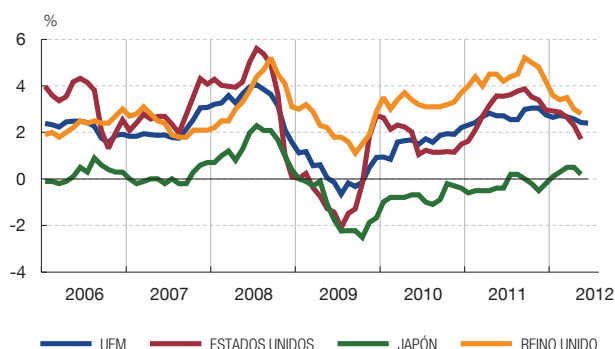
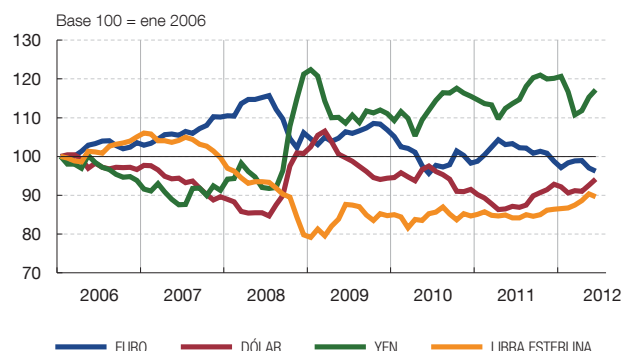


FUENTES: Datastream y Banco de España.

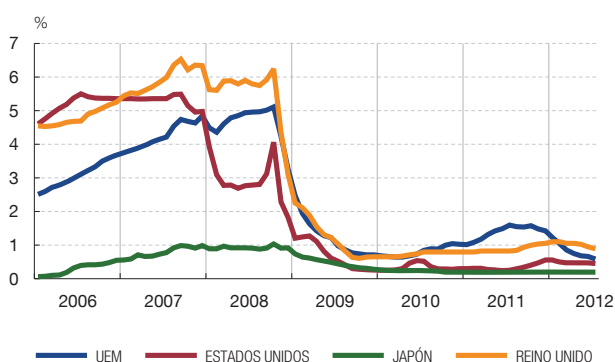
a Porcentaje de la población activa.

En Estados Unidos, el PIB registró un crecimiento trimestral anualizado del 1,9 % (2 % interanual) en el primer trimestre de 2012, frente al 3 % (1,6 % interanual) del trimestre anterior. La desaceleración se debió fundamentalmente a la disminución de la contribución de las existencias al crecimiento intertrimestral. Los datos más recientes apuntan a un menor dinamismo en el segundo trimestre. Así, tanto los indicadores de oferta (producción industrial, utilización de la capacidad productiva, confianza empresarial y PMI) como los de consumo (índices de confianza del consumidor o ventas al por menor muestran cierta debilidad. En los últimos meses se ha debilitado el ritmo de creación de empleo y la tasa de paro apenas se ha reducido una décima, hasta el 8,2 %. En el mercado de la vivienda se apreció una cierta mejoría, si bien las viviendas iniciadas y las ventas de inmuebles se mantienen en niveles reducidos. En cuanto a los precios, la inflación, medida por el IPC se moderó durante el trimestre desde el 2,7 % de marzo hasta el 1,7 % de junio, debido sobre todo a la reducción de los precios energéticos, mientras que la inflación subyacente se situó en el 2,2 %. En este contexto, en su reunión de junio, la Reserva Federal anunció la extensión de la «Operación Twist» hasta el fin de 2012 y revisó a la baja sus previsiones de crecimiento y de inflación. En el ámbito fiscal, el déficit registró una tendencia a la reducción a lo largo del trimestre, si bien se mantiene en niveles elevados (8 % del PIB en el acumulado de los últimos doce meses hasta junio).

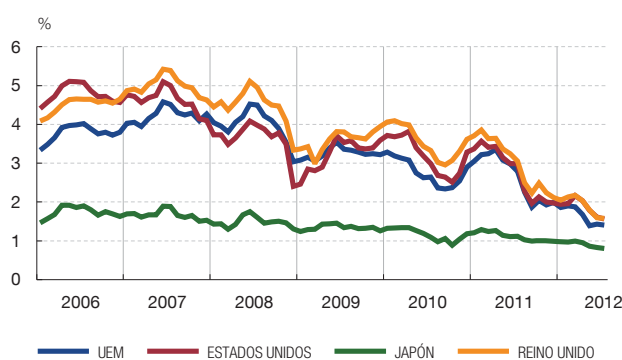
En Japón, el PIB se expandió un 1,2 % en tasa trimestral (2,8 % interanual) en el primer trimestre, impulsado por la contribución positiva de la demanda interna, sobre todo del consumo

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)

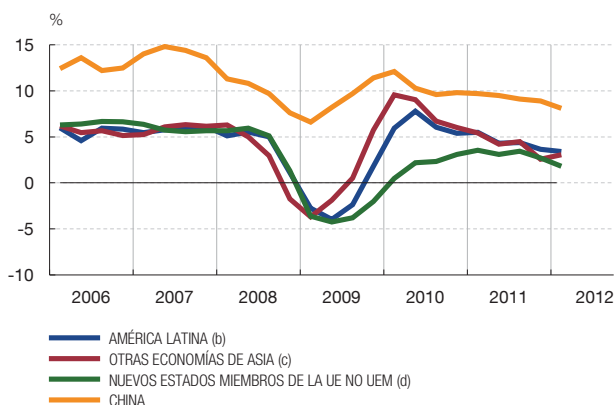


FUENTES: Datastream y Banco de España.

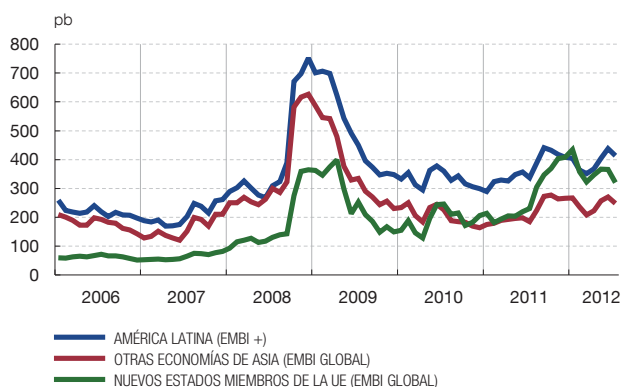
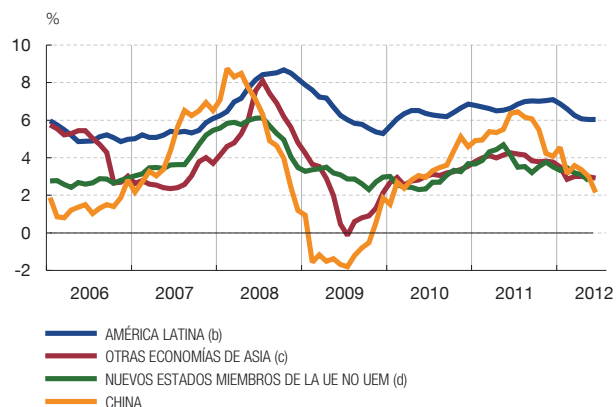
- a Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.  
b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

privado, favorecido por los incentivos fiscales. Los indicadores de mayor frecuencia, como la producción industrial y las encuestas de confianza empresarial, apuntan a una desaceleración de la actividad en el segundo trimestre. En el ámbito externo, la balanza comercial mantuvo un saldo deficitario durante los meses de abril y mayo, lo que, unido al menor superávit de la balanza de rentas, se tradujo en un retroceso del superávit corriente. En el mercado laboral, la tasa de paro se mantuvo en el entorno del 4,5 % durante el trimestre. Por su parte, la inflación se situó en el 0,2 % interanual en mayo (frente al 0,5 % en marzo), mientras que la tasa subyacente aumentó su ritmo de descenso hasta el -0,6 % interanual (-0,4 % en marzo). En julio, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,1 % e introdujo algunos cambios en el diseño de su programa de compra de activos.

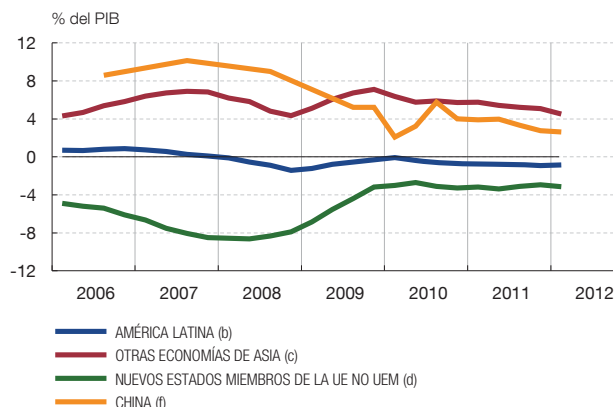
En el Reino Unido, el PIB se contrajo un -0,3 % intertrimestral (-0,2 % interanual) en el primer trimestre, como resultado, fundamentalmente, de las aportaciones negativas de la variación de existencias y de la demanda externa —en especial, de la proveniente de la UEM—. Por el contrario, tanto la inversión privada como el consumo público mantuvieron un crecimiento moderado. Los indicadores referidos al segundo trimestre, en especial por el lado de la oferta, han reflejado un acusado deterioro. Por el lado de la demanda, no obstante, las ventas minoristas mantuvieron una expansión moderada hasta junio, pese al reducido nivel de confianza, el endurecimiento de las condiciones financieras y la acusada moderación salarial. El mercado laboral mostró cierta mejoría en el trimestre marzo-mayo,

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 Fondo Monetario Internacional.
- 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.

al compensar la creación de empleo privado, la pérdida de empleo público. La inflación mantuvo su senda descendente, hasta situarse en el 2,4 % en junio, y la tasa subyacente se redujo hasta el 2,1 %. En este contexto, el Banco de Inglaterra, en su reunión de julio, mantuvo el tipo oficial (0,5 %) e incrementó el saldo de su programa de compra de activos en 50 mm de libras (hasta los 375 mm de libras), que se realizarán en un período de cuatro meses desde el anuncio. Al mismo tiempo, ante el agravamiento de la crisis en la zona del euro y sus efectos sobre la economía británica, anunció dos medidas adicionales: la activación de una facilidad extraordinaria de liquidez a la banca contra un rango amplio de colateral y la creación, en colaboración con el Tesoro, de una facilidad de financiación a la banca, a un tipo de interés inferior al de mercado, condicionada a la expansión de su cartera crediticia.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció en promedio un 1,8 % interanual en el primer trimestre de 2012, tasa notablemente inferior al 2,8 % registrado en el trimestre anterior. La desaceleración fue generalizada, si bien

destacaron las contracciones intertrimestrales registradas en Hungría, República Checa y Rumanía, mientras que en Polonia y los países bálticos se mantuvo un comportamiento más dinámico. Los datos más recientes apuntan a una moderación adicional de la actividad en el segundo trimestre de 2012, como resultado de la debilidad de la demanda externa, el deterioro de la confianza y la atonía del crédito al sector privado. A lo largo del trimestre, la inflación se moderó ligeramente hasta el 3,7 % en junio, favorecida por los menores precios de la energía, que compensaron la aceleración del componente de alimentos. Los bancos centrales mantuvieron sin cambios los tipos oficiales, con las excepciones de la República Checa, donde se redujeron en 25 pb, hasta el 0,5 %, y Polonia, donde se incrementaron en 25 pb, hasta el 4,75 %. Finalmente, el Consejo Europeo decidió descongelar los fondos de cohesión a Hungría, dados los esfuerzos por reducir el déficit público por debajo del 3 % del PIB.

En China, el PIB se desaceleró nuevamente en el segundo trimestre, hasta el 7,6 % interanual, inferior al 8,1 % del primero. Los datos de alta frecuencia, correspondientes a mayo y junio, ya ofrecían señales de debilitamiento en la demanda interna. En efecto, la confianza empresarial se moderó adicionalmente en junio, mientras que la producción industrial y las ventas minoristas mostraron una acusada moderación en mayo. El sector exterior experimentó un comportamiento más positivo. Así, tanto las exportaciones como las importaciones repuntaron con fuerza en mayo, apreciándose también una mejora el superávit comercial. Por su parte, la inflación se ha reducido drásticamente, hasta el 2,2 % en junio, por debajo del 3,6 % registrado en marzo. Ante las menores presiones inflacionistas y el debilitamiento de los indicadores internos, el banco central ha reducido en junio y julio el tipo de interés de referencia de préstamos y depósitos. Asimismo, destaca la ampliación de la banda de fluctuación diaria del renminbi hasta el  $\pm 1$  %. En las restantes economías emergentes de Asia, el PIB creció un 4,3 % interanual en el primer trimestre de 2012 (igual tasa que en el trimestre precedente), apreciándose una desaceleración notable en India y en las economías más abiertas al exterior, como Hong-Kong, Singapur o Corea del Sur. Los indicadores correspondientes al segundo trimestre apuntan a la moderación tanto de la actividad económica como de las exportaciones en varios de los principales países. La inflación registró una tendencia a la baja, en términos generales, favorecida por la moderación de precios de la alimentación y la energía, con la excepción de India, donde repuntó ligeramente. En este contexto, los tipos oficiales de interés se mantuvieron constantes, con la excepción de Corea del Sur, donde se redujeron en julio en 25 pb.

En América Latina el crecimiento del PIB en el primer trimestre fue del 0,9 % en tasa intertrimestral, lo que supone un ligero repunte respecto al precedente, situándose el crecimiento interanual en el 3,6 %. Pese a ello, en Chile y Colombia se registró una desaceleración de la actividad, y en Brasil se mantuvo el bajo ritmo de crecimiento que se viene apreciando desde la segunda mitad de 2011. Los indicadores de alta frecuencia disponibles apuntan, en términos generales, a una moderación del ritmo de expansión, en parte por factores internos, pero también por la acentuación de los riesgos externos. La inflación se mantiene relativamente elevada, alcanzando el 6 % interanual en junio, aunque se aprecia una tendencia a la moderación. Los bancos centrales no han realizado movimientos de tipos de interés, salvo en el caso de Brasil, donde se redujo el tipo de interés en 50 pb, en dos ocasiones, hasta situarlos en el 8 %. Por otra parte, se revirtieron determinadas políticas administrativas en Brasil, como la reducción del impuesto sobre transacciones financieras para operaciones con el exterior. También en este país se aplicaron algunas medidas de estímulo económico, de magnitud modesta. En Argentina los controles para la adquisición de divisas están provocando una mayor depreciación del peso frente al dólar en el mercado informal y salidas de depósitos en dólares.

La situación de grave inestabilidad financiera que viene afectando a la zona del euro continuó en el segundo trimestre de 2012. Tras la cierta relajación que se había producido en los meses anteriores como consecuencia de las medidas no convencionales de política monetaria adoptada por el BCE a finales de 2011, el reavivamiento de las tensiones estuvo impulsado en esta ocasión por la incertidumbre política en Grecia, así como por la compleja situación que atraviesa la economía española y, en particular, las dudas generadas en torno a las necesidades de recapitalización de su sistema financiero y al ritmo del proceso de consolidación fiscal. La prolongación de esta situación de inestabilidad está provocando una renacionalización de los mercados financieros del área del euro que afecta de forma muy negativa a la capacidad de financiarse en el exterior de los Gobiernos y los sistemas bancarios de las economías más vulnerables, crecientemente dependientes de la financiación del Eurosistema.

El recrudecimiento de la crisis financiera está afectando también de forma severa a la actividad económica del área del euro, en un momento en el que, en la mayoría de los países, la producción no ha recuperado todavía los niveles alcanzados en el primer trimestre de 2008. La información más reciente procedente de los indicadores de coyuntura avanza un retroceso del producto en el segundo trimestre del año, tras el crecimiento nulo registrado en los tres primeros meses del ejercicio. Más a medio plazo, el endurecimiento continuado de las condiciones financieras, el fuerte deterioro de la confianza de empresas y hogares, los efectos a corto plazo de los procesos de consolidación fiscal y el debilitamiento de la demanda exterior están posponiendo una vez más las perspectivas de recuperación del conjunto del área, dando lugar a una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento para el segundo semestre de este año y el conjunto de 2013, tal como reflejan los análisis más recientes de organismos internacionales y analistas privados. Estas nuevas predicciones continúan estando sujetas, además, a riesgos a la baja derivados, sobre todo, de una posible agudización adicional de las tensiones financieras en el área.

Por su parte, la inflación de la zona del euro ha ido retrocediendo a lo largo del año, debido, fundamentalmente, a la moderación de los precios de la energía, con lo que es probable que se sitúe por debajo del 2 % a principios de 2013. Más a medio plazo, la situación de debilidad económica no hace prever que pudieran surgir tensiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política monetaria. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de julio, reducir los tipos de interés oficiales en 25 pb, dejando el de las operaciones principales de financiación en el 0,75 % y sin remuneración a la facilidad de depósito. Además, previamente, el BCE anunció el mantenimiento de la adjudicación plena a tipo fijo en las operaciones de financiación hasta enero de 2013 e incrementó la disponibilidad de activos de garantía con el objetivo de mejorar el acceso a las operaciones del Eurosistema y reforzar así la provisión de crédito a los hogares y a las sociedades no financieras.

Finalmente, el Consejo Europeo y la cumbre de jefes de Estado o de Gobierno del área del euro celebrados los días 28 y 29 de junio adoptaron medidas importantes que tienen por objetivo aliviar la crisis financiera y de deuda soberana mediante la actuación en un doble frente (véase recuadro 2). Las decisiones adoptadas proporcionan, por un lado, una referencia de medio/largo plazo sobre la necesaria evolución del marco institucional de la Unión Monetaria en la próxima década que ayude a estabilizar las expectativas



El Consejo Europeo y la cumbre de jefes de Estado o de Gobierno del área del euro del 28 y 29 de junio de 2012 adoptaron un conjunto de decisiones de cierto calado en relación tanto con algunos de los elementos que están en la base del reciente recrudescimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana como con la necesidad de rediseñar a medio plazo el proyecto del euro.

En particular, el Consejo discutió el informe «Hacia una genuina Unión Económica y Monetaria», preparado por el presidente del Consejo Europeo en cooperación con los presidentes de la Comisión, el Eurogrupo y el BCE. El informe identifica cuatro componentes esenciales que deberían constituir la base de una nueva versión de la UEM en el medio y el largo plazo:

- 1 Un marco financiero integrado o «unión bancaria», que en una primera fase contará con un sistema de supervisión bancaria centralizado, en el que el BCE desempeñará un papel central, combinado con el mantenimiento por parte de las autoridades nacionales de algunas funciones supervisoras, dependiendo del tamaño y de la naturaleza de las entidades. La Comisión ha anunciado que a principios de septiembre hará una propuesta para concretar este nuevo sistema de supervisión, que deberá discutirse con carácter de urgencia en el Consejo de finales de 2012. Más a medio plazo se deberían establecer también un sistema europeo de garantía de depósitos y un mecanismo centralizado de resolución de entidades, que se financiaría mediante contribuciones de los propios bancos para reducir los canales de realimentación entre el riesgo bancario y el soberano. No obstante, para garantizar su efectividad, ambos contarían con un respaldo financiero público de última instancia, que podría proporcionar el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).
- 2 El segundo elemento sería el establecimiento de un marco presupuestario integrado en el que en una primera etapa se reforzarían los elementos de disciplina de las cuentas públicas, al prever que los países de la UEM tengan que recibir autorización previa para realizar emisiones de deuda por encima de los límites acordados y que las instituciones europeas puedan exigir una revisión de los presupuestos si estos no cumplen los compromisos establecidos. Más adelante se exploraría la posibilidad de realizar emisiones conjuntas de deuda, con responsabilidad compartida y solidaria, y la introducción de otros elementos que pueden suponer mayores avances hacia una «unión fiscal» (presupuesto centralizado y Tesoro europeo, por ejemplo).
- 3 El tercer elemento supone alcanzar un marco integrado de política económica, en el que los objetivos, las recomendaciones y acciones que ahora quedan enmarcadas en el Semestre Europeo y el Pacto por el Euro Plus tengan un carácter más vinculante.
- 4 Finalmente, dado que todo lo anterior supone compartir responsabilidades en áreas que actualmente están bajo la soberanía nacional, habrá que reforzar la legitimidad democrática del proceso y su transparencia, con la involucración del Parlamento Europeo y de los parlamentos nacionales.

Entre las medidas con efectos más inmediatos, orientadas a reducir las tensiones en los mercados de deuda, se acordó que el MEDE pueda recapitalizar directamente las entidades bancarias con problemas, aunque para ello será necesario que previamente se haya establecido el sistema de supervisión bancaria centralizada para el conjunto del área. También se acordó que la asistencia financiera para la recapitalización de algunos bancos españoles será concedida en una primera instancia por la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y se transferirá al MEDE cuando este esté disponible, sin que en el traspaso este adquiera el estatus de acreedor preferente. Por último, se anunció que tanto la FEEF como el MEDE serán utilizados de una manera eficiente y flexible, lo que puede dar cabida a alternativas de financiación de muy diverso alcance que todavía deben concretarse. Entre ellas, la más inmediata podría ser la activación de la compra de deuda en los mercados secundarios por parte de la FEEF/MEDE, empleando al BCE como agente y siempre con la condicionalidad adecuada. El Eurogrupo, en su reunión del 9 de julio, reafirmó la voluntad de implementar todas estas medidas y, de hecho, ya se ha formalizado el contrato de agencia entre el BCE y la FEEF y en septiembre comenzarán las discusiones técnicas para que el MEDE esté en disposición de recapitalizar directamente a las entidades financieras, una vez esté disponible el supervisor único.

Finalmente, el Consejo aprobó también el denominado «Pacto por el Crecimiento y el Empleo», que reafirma el compromiso con los objetivos de la Estrategia Europa 2020 y con las recomendaciones del Semestre Europeo. El Pacto permitirá movilizar 120 mm de euros para inversión en infraestructuras mediante el incremento de 10 mm de euros del capital desembolsado del Banco Europeo de Inversiones (que con ello podría aumentar su capacidad de financiación hasta 60 mm) y el lanzamiento de la fase piloto de los denominados «bonos para proyectos», con casi 5 mm de euros. También se reasignan 55 mm de recursos procedentes de los fondos estructurales a favor de la investigación e innovación, las pymes y el empleo juvenil.

En conjunto, los acuerdos adoptados señalan la voluntad inequívoca de los Gobiernos de avanzar en la integración financiera, fiscal, económica y, eventualmente, política del área del euro. En la actual coyuntura, proporcionar claridad sobre la evolución a medio y largo plazo del marco institucional de la UEM resulta esencial para estabilizar las expectativas sobre la continuidad del proyecto. La voluntad de profundizar en la integración se ha manifestado de forma singular en el hecho de que algunos elementos de la «unión bancaria» se tramitarán con carácter de urgencia con el objetivo de poner en marcha las instituciones que deben permitir romper el círculo de retroalimentación perversa entre el riesgo bancario y soberano que se encuentra en la base de las recientes tensiones. Sin embargo, resulta claro que, tras una reacción inicial positiva por parte de los mercados, la falta de concreción de algunas de las medidas ha impedido un mayor alivio de las tensiones financieras, que continúan afectando con severidad a los países más vulnerables. Por ello es necesario avanzar con rapidez en la implementación de los acuerdos, clarificando los detalles de su aplicación y estableciendo tal como está previsto, una hoja de ruta con hitos y plazos concretos, al tiempo que se perfeccionan los mecanismos de gestión de crisis con los que cuenta el área del euro.

sobre la continuidad del proyecto, cuya viabilidad está siendo cuestionada por algunos analistas cualificados. Por otro lado, se habilitaron mecanismos para incidir de manera más directa sobre algunos de los elementos de mayor tensión a corto plazo que están afectando de forma severa a los países más vulnerables del área. El Consejo Europeo concluyó también el Semestre Europeo de 2012 valorando positivamente los avances realizados por los Estados miembros de la UE en relación con la consolidación fiscal, pero reclamando a su vez una mayor profundización en las reformas encaminadas a alinear salarios y productividad, a incrementar la competitividad del sector servicios, así como en aquellas destinadas a mejorar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas (véase recuadro 3).

### 3.1 Evolución económica

Los datos de Contabilidad Nacional de la zona del euro confirmaron un crecimiento nulo de la actividad en el primer trimestre de 2012, tras el retroceso del 0,3 % en el período precedente (véase cuadro 1). El impulso de la demanda exterior neta, por el mayor avance de las exportaciones en relación con las importaciones, y el ligero repunte del consumo público, del 0,2 %, compensaron la atonía del consumo y la intensa contracción de la formación bruta de capital fijo. El desplome de esta última obedeció a la caída de la inversión en bienes de equipo y en construcción, de un 2,3 % y un 1,9 %, respectivamente. En este contexto, el empleo volvió a contraerse —en un 0,2 %— respecto al trimestre anterior (véase gráfico 8). Por países, la actividad repuntó en Bélgica, Austria y Alemania, apoyada fundamentalmente en la demanda exterior neta, se mantuvo estable en Francia e incrementó su deterioro en Italia, hasta el -0,8 %, por la contracción del consumo privado y la formación bruta de capital.

La información coyuntural más reciente apunta a un debilitamiento de la actividad en el segundo trimestre del año (véase cuadro 1). Por el lado de la oferta, los indicadores de confianza empresarial elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras han prolongado, a lo largo del segundo trimestre, el deterioro iniciado en marzo, tanto en el sector servicios como en la industria, alejándose cada vez más en el caso de los PMI del umbral teórico que define un crecimiento positivo de la actividad económica (véase gráfico 9). Además, la producción industrial retrocedió en el período abril-mayo, si bien experimentó un ligero avance en el último mes. En el ámbito laboral, la tasa de paro continuó aumentando, hasta el 11,1 %, y los indicadores de expectativas de creación de empleo en la industria y en el sector servicios retrocedieron a lo largo de todo el trimestre.

Por el lado de la demanda, la fragilidad del mercado laboral y las distintas subidas impositivas que han implementado los países de la zona del euro para alcanzar los objetivos de consolidación fiscal están limitando la posibilidad de que el consumo privado impulse la actividad. Así, las ventas al por menor interrumpieron su recuperación en el segundo trimestre y la confianza de los consumidores se mantuvo en niveles muy bajos. Las matriculaciones, cercanas a su nivel mínimo histórico, volvieron a retroceder en promedio del trimestre y la disposición a la compra de bienes duraderos permaneció estable. Por lo que respecta a los indicadores de inversión privada, el grado de utilización de la capacidad productiva desanduvo en el segundo trimestre el avance de los primeros meses del año y la cartera de pedidos retrocedió hasta los niveles de la primavera de 2010. Finalmente, las exportaciones nominales de bienes aceleraron su ritmo de caída en abril y las expectativas de exportación disminuyeron, al igual que la valoración de la cartera de pedidos exteriores.

El recrudecimiento de la crisis financiera, así como los efectos a corto plazo de la consolidación fiscal, ha llevado a los organismos internacionales y analistas privados a revisar

El ECOFIN del pasado 10 de julio concluyó el Semestre Europeo de 2012 con la adopción formal de las recomendaciones de política económica para cada Estado miembro de la UE y para el conjunto de la zona del euro. El Semestre Europeo constituye un elemento esencial en la nueva arquitectura de gobernanza que se está desarrollando en la Unión Europea. Su propósito principal es establecer un nuevo ciclo para la discusión ordenada, simultánea e integrada de las políticas fiscales, macroeconómicas y estructurales de los Estados miembros. El Semestre Europeo tiene lugar en la primera

mitad de cada año, con el fin de facilitar una coordinación más temprana y rigurosa entre los países, lo que permite aprovechar sinergias en el diseño e implementación de las diferentes políticas. Así, los países podrán incorporar en la segunda mitad del año las recomendaciones de política económica que procedan en sus presupuestos y agendas de reformas nacionales. En el proceso se valoran los avances realizados por los distintos países en el cumplimiento de sus compromisos y se identifican aquellas áreas donde se han de concentrar los esfuerzos a escala europea y nacional.

## 1 EL SEMESTRE EUROPEO. MECANISMO Y ESTRATEGIAS

	Políticas estructurales	Política fiscal	Políticas macroeconómicas
Mecanismos	Europa 2020 (objetivos en términos de empleo, competencia, innovación, educación, etc.)	Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado (compromisos de déficit y deuda)	Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (vigilancia de desequilibrios)
	Pacto por el Euro Plus (acuerdo intergubernamental: armonización fiscal, competitividad, saneamiento financiero, etc.)		
Instrumentos	Informe Anual de Crecimiento (elaborado por la Comisión Europea, establece recomendaciones de política económica para el conjunto de la UE)		
			Informe del Mecanismo de Alerta (Comisión Europea)
	Programa Nacional de Reformas (objetivos nacionales)	Programa de Estabilidad (planes presupuestarios a medio plazo)	
Implementación	Presión entre pares	Procedimiento de Déficit Excesivo	Procedimiento de Desequilibrio Excesivo

FUENTE: Banco de España.

## 2 CRONOGRAMA DEL SEMESTRE EUROPEO

	Mes						
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio
Institución							
Comisión Europea	Informe Anual de Crecimiento (IAC) (a)					Presentación de las recomendaciones sobre los Programas Nacionales de Reforma (PNR) y los Programas de Estabilidad y Convergencia (PEC)	
Formaciones del Consejo		Debate y orientaciones					
Parlamento Europeo		Debate y orientaciones					
Consejo Europeo			Consejo Europeo de Primavera: aprobación del IAC				Aprobación de las recomendaciones presentadas por la Comisión
Estados miembros				Publicación de los PNR y PEC			

FUENTE: Comisión Europea.

a En el Semestre Europeo de 2012 se ha adelantado la presentación del Informe Anual de Crecimiento a noviembre de 2011.

Este es el segundo año en el que el Semestre Europeo está en vigor y el primero que tiene lugar tras la entrada en funcionamiento de la primera fase de la reforma de la gobernanza europea, que ha introducido nuevos mecanismos para la supervisión de las políticas macroeconómicas y estructurales, como el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, y ha fortalecido los previamente existentes para el seguimiento de la política fiscal en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En el cuadro adjunto se presenta de forma sintética el papel que desempeñan todos estos instrumentos en el Semestre Europeo.

El Semestre comenzó en diciembre de 2011 con la presentación por parte de la Comisión Europea del denominado «Informe Anual de Crecimiento», que, tras su discusión en el ECOFIN, estableció las orientaciones generales que debe seguir la política económica en el conjunto de la UE a lo largo de 2012. Estas directrices se centraron en la necesidad de avanzar en la estrategia de consolidación fiscal, tratando de minimizar su impacto negativo sobre el crecimiento económico; y de eliminar los desequilibrios y divergencias acumulados en los años de expansión. En el ámbito de la reforma estructural, para el conjunto de la UE se reclamaron mayores progresos hacia el establecimiento del mercado único europeo con la implementación plena de la Directiva de Servicios, el Acta del Mercado Único y la Agenda Única Europea. En el plano nacional, las prioridades se centraron en el restablecimiento de las condiciones de financiación de las economías y, además, para el caso concreto de los países de área del euro, en la necesidad de incrementar la coordinación de las políticas de forma conmensurada al grado de integración económica y financiera alcanzado. Los países han tenido en cuenta esas directrices a la hora de elaborar sus respectivos Programas Nacionales de Reforma y los Programas de Estabilidad y Convergencia, los dos documentos donde se plasman las medidas que los países se comprometen a implementar a corto y medio plazo.

Estos Programas incorporan también los compromisos concretos de reforma que los países han asumido en el marco del Pacto por el Euro Plus, un acuerdo intergubernamental por el que los Estados de la UEM y otros países de la UE se comprometen a introducir reformas concretas en un plazo establecido en cuatro áreas: la competitividad, el empleo, la sostenibilidad de las finanzas públicas y la estabilidad del sistema financiero, enfatizando también la necesidad de una mayor coordinación de las políticas impositivas.

La Comisión Europea, que es el organismo encargado de la evaluación técnica de los planes y de las reformas adoptadas y de hacer una primera propuesta de recomendaciones, ha hecho una valoración relativamente favorable de los avances realizados en la consolidación fiscal, la reforma de los sistemas de pensiones y los

marcos fiscales nacionales. En cambio, reclama una mayor ambición y concreción de las medidas que deberían implementarse con urgencia para restaurar el crecimiento y eliminar las líneas de fragmentación que aún existen en el mercado único. En particular, la Comisión recomienda a diversos países avanzar en el saneamiento de los sistemas financieros y en la reforma de los sistemas de negociación salarial, eliminando los sistemas de indexación que dificultan el alineamiento de salarios y la productividad. Los países deberían concentrar también sus esfuerzos en aumentar la competencia en el sector de servicios y en las industrias de red. En el ámbito fiscal, la Comisión sugiere a varios países reducir los impuestos sobre el trabajo y aumentar los impuestos sobre la vivienda o el consumo y, con el fin de mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas, aconseja profundizar en la reforma de los sistemas sanitarios y de pensiones, alineando la edad de jubilación efectiva con la esperanza de vida. Con este propósito, y en línea con la filosofía del Pacto por el Euro Plus, la Comisión reclama una mejor delimitación de las medidas y de los plazos de ejecución de las reformas.

En el ámbito de los desequilibrios macroeconómicos, la Comisión Europea también presentó a comienzos de 2012 el denominado «Informe del Mecanismo de Alerta», en el que a partir de un conjunto de indicadores preestablecido trata de detectar con antelación los países en los que podrían estar gestándose desequilibrios que puedan suponer un riesgo para la estabilidad de la UEM. El informe señalaba a Bélgica, España, Francia, Italia, Chipre, Eslovenia y Finlandia (además de Reino Unido, Suecia, Bulgaria, Dinamarca y Hungría fuera del ámbito de la UEM) como las economías que podrían estar en riesgo de desequilibrio excesivo<sup>1</sup>. En estos casos, la Comisión Europea ha llevado a cabo un análisis más profundo y detallado de la situación competitiva y de los posibles desequilibrios macroeconómicos de esos países.

Estos informes revelan que en los años recientes la mayoría de los países ha registrado una corrección sustancial de los desequilibrios comerciales y de las divergencias acumuladas en los costes relativos. No obstante, resulta prematuro determinar si esta corrección tiene carácter permanente, y el análisis de otros aspectos de la competitividad revela debilidades en la dimensión de las empresas exportadoras europeas y en la calidad de su producción. Por otra parte, los niveles de endeudamiento acumulados tanto en el sector público como en el sector privado son todavía elevados y a ello cabe añadir la fragilidad de algunos sistemas bancarios. Con todo, en ninguno de los países analizados la Comisión Europea recomienda la apertura de un procedimiento por desequilibrio excesivo.

<sup>1</sup> El procedimiento no se aplica a Grecia, Portugal e Irlanda, al encontrarse sujetos ya a supervisión reforzada en el marco de los programas de asistencia.

	2010	2011				2012		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Contabilidad nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,3	0,7	0,2	0,1	-0,3	0,0		
Consumo privado	0,4	0,0	-0,6	0,4	-0,5	0,0		
Consumo público	0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	0,4		
Formación bruta de capital fijo	-0,5	2,0	-0,4	-0,3	-0,6	-1,4		
Importaciones	1,4	0,8	0,6	0,7	-1,9	-0,2		
Exportaciones	1,6	1,4	1,1	1,5	-0,6	1,0		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,2	0,3	-0,4	0,1	-0,5	-0,2		
Variación de existencias	0,1	0,2	0,4	-0,3	-0,4	-0,3		
Demanda exterior neta	0,2	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5		
PIB (tasa de variación interanual)	2,2	2,4	1,7	1,3	0,7	0,0		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	1,9	1,0	0,2	0,7	-2,1	-0,4	-0,6	
Sentimiento económico	105,3	106,9	105,2	98,4	93,6	94,1	91,1	
PMI compuesto	54,9	57,6	55,6	50,3	47,2	49,6	46,4	
Empleo	0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,2	-0,2		
Tasa de paro	10,1	9,9	10,0	10,2	10,6	10,9	11,1	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,2	2,7	2,7	3,0	2,7	2,7	2,4	
IPRI	5,4	6,8	5,9	5,8	4,3	3,5	2,3	
Precio del petróleo (valor en dólares)	92,3	115,4	114,9	114,8	108,7	126,8	95,7	101,1
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,1	4,6	4,4	4,0	4,1	3,3	3,4	3,2
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,78	-1,14	-1,30	-2,06	-2,17	-1,12	-1,81	-1,69
Tipo de cambio dólar/euro	1,336	1,421	1,445	1,350	1,294	1,336	1,259	1,223
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-8,2	3,4	3,7	0,7	-2,1	0,9	-2,4	-4,6
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-5,8	4,2	2,0	-22,0	-17,1	6,9	-2,2	-1,4

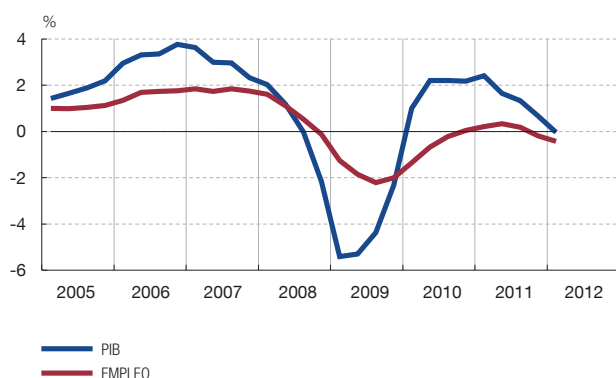
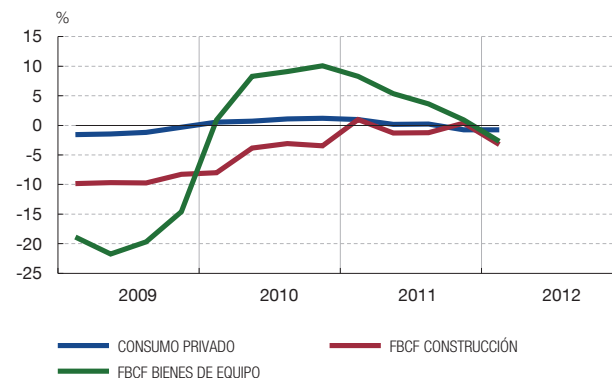
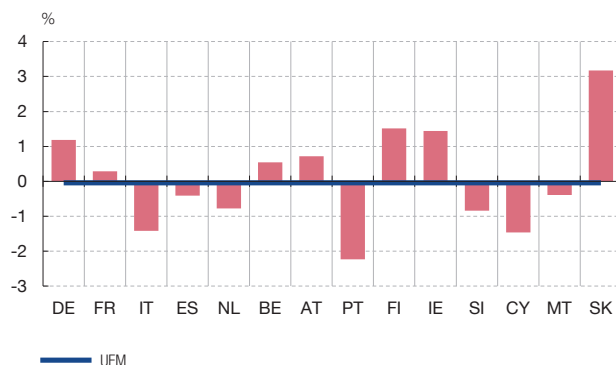
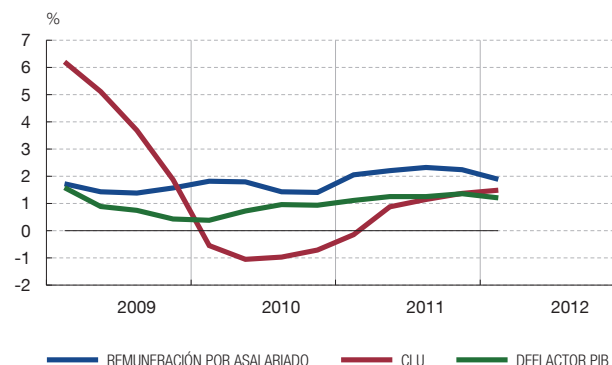
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Información disponible hasta el 18 de julio de 2012.

b Variación porcentual acumulada en el año.

a la baja sus previsiones de crecimiento para los próximos trimestres, retrasando a los últimos meses de 2012 y, en algunos casos, primeros de 2013 el repunte de la actividad en la zona del euro (véase cuadro 2). Además, continúan predominando los riesgos a la baja, en la medida en que la intensificación de las tensiones de los mercados de deuda soberana pudiera trasladarse adicionalmente a las condiciones de financiación y a la confianza del sector privado y repercutir en una mayor contracción de las decisiones de consumo e inversión de los agentes. De igual forma, la persistencia de las tasas de desempleo en niveles elevados, con el consiguiente deterioro en el capital humano, pueden obstaculizar la potencial recuperación.

La inflación del área del euro se moderó a lo largo del trimestre, hasta situarse en junio en el 2,4 %, tres décimas menos que la registrada en el mes de marzo. Esta evolución se debió fundamentalmente a la desaceleración de los precios de la energía, ya que la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, solo se frenó en una décima, hasta el 1,8 % (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales prolongaron su desaceleración,

PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanualCONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanualTASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Primer trimestre de 2012SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual

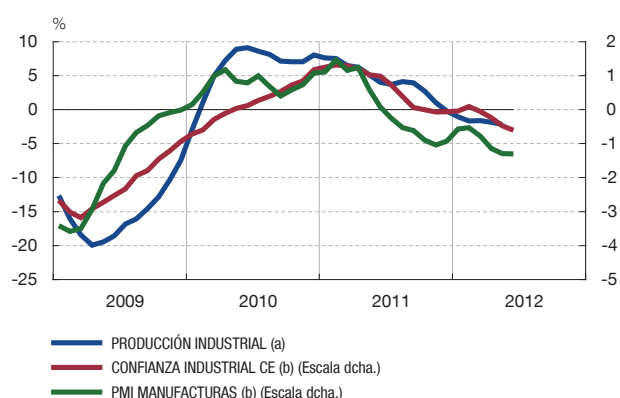
FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

registrando en mayo un ritmo de crecimiento del 2,3 %, 1,2 pp inferior al del mes de marzo. A medio plazo se espera que la tasa de inflación se sitúe por debajo del 2 % a principios de 2013, con un escenario central en el que los riesgos están equilibrados, ya que los posibles incrementos en los impuestos indirectos y precios administrados, derivados del ajuste fiscal, se compensan con los riesgos a la baja procedentes de la debilidad del crecimiento de la actividad en el área del euro. En este contexto, las expectativas de inflación se mantienen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

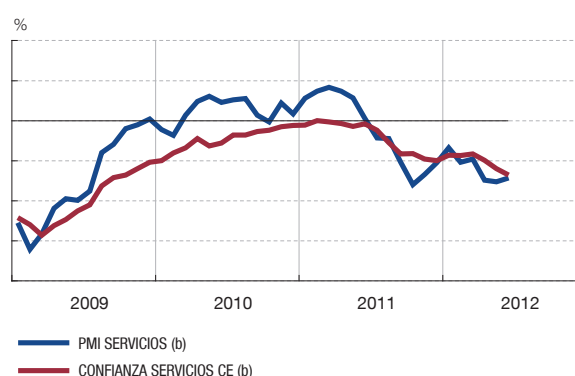
Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y abril de 2012 un déficit de 5,4 mm de euros (un 0,2 % del PIB), inferior en 20 mm de euros al observado en el mismo período del año anterior (0,8 % del PIB). Esta mejora obedeció a que el saldo de la balanza de bienes se tornó positivo y la balanza de servicios amplió su superávit. En relación con la cuenta financiera, las salidas netas de capitales en forma de inversión directa se moderaron hasta 34 mm de euros entre enero y abril, frente a los 74 mm de euros del mismo período del año anterior, mientras que aquellas en forma de inversión de cartera alcanzaron los 47,2 mm, lo que contrasta con la entrada neta de 141,4 mm de euros en el período de enero a abril de 2011. Con todo, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente, registró un déficit de 86,5 mm de euros entre enero y abril de 2012, frente al superávit de 41,2 mm de euros en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).



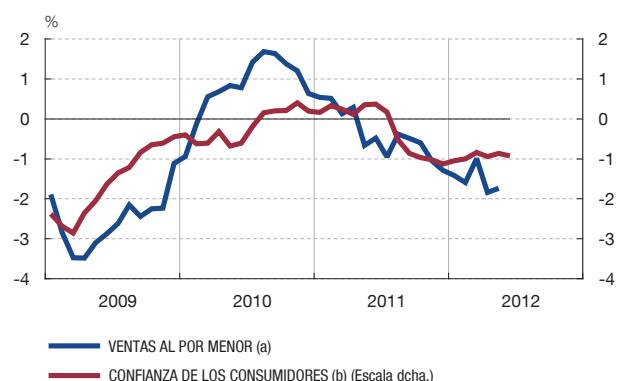
## INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



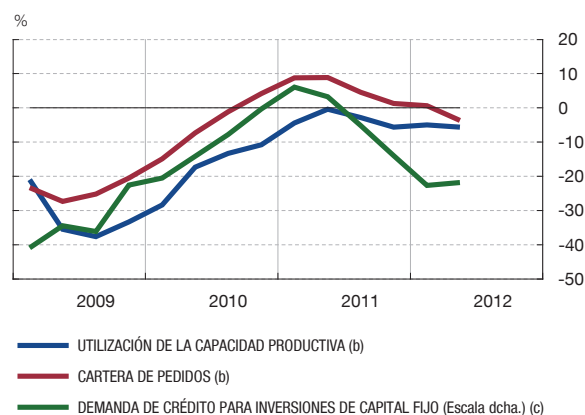
## INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



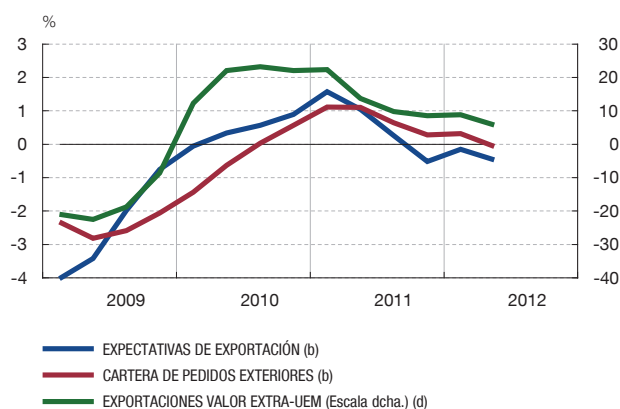
## INDICADORES DE CONSUMO



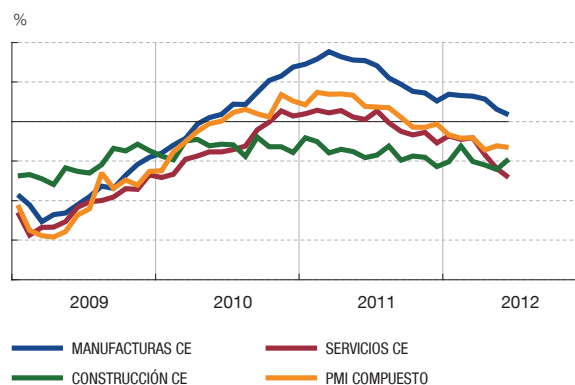
## INDICADORES DE INVERSIÓN



## 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 sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento  $\times 0,5$  – porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso  $\times 0,5$  – porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.

d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

	2012		2013	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (junio de 2012)	-0,5-0,3	2,3-2,5	0,0-2,0	1,0-2,2
Comisión Europea (mayo de 2012)	-0,3	2,4	1,0	1,8
FMI (abril de 2012)	-0,3	2,0	0,9	1,6
OCDE (mayo de 2012)	-0,1	2,4	0,9	1,9
Consensus Forecast (julio de 2012)	-0,5	2,3	0,5	1,7
Eurobarómetro (julio de 2012)	-0,4	2,3	0,5	1,8

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

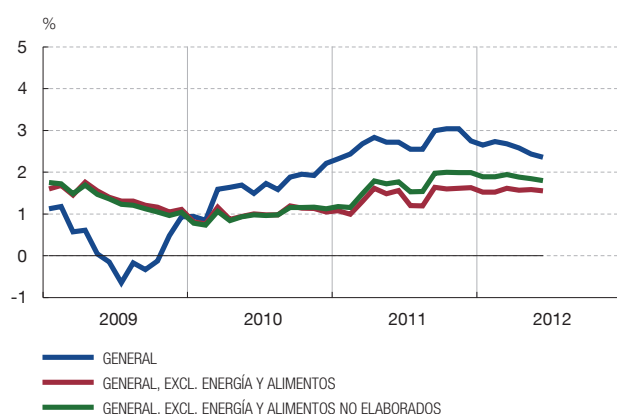
a Tasas de variación anual.

## UEM. INDICADORES DE PRECIOS

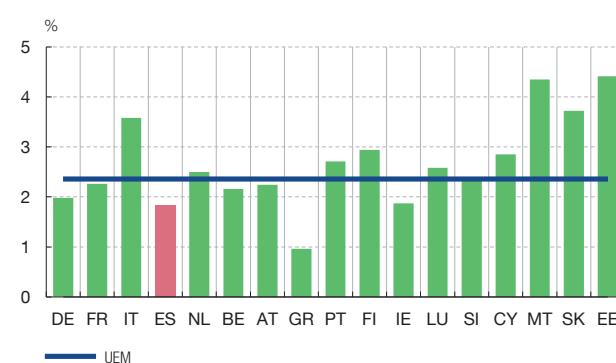
### Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 10

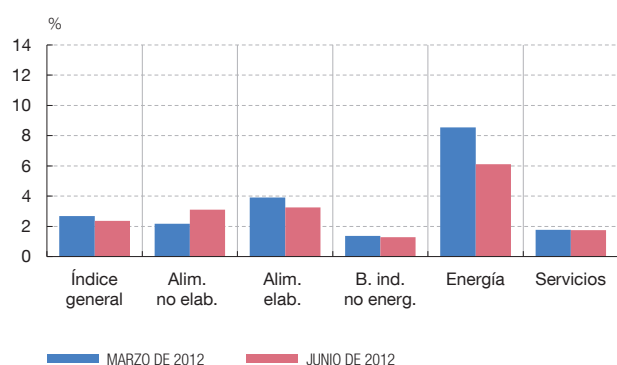
#### ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



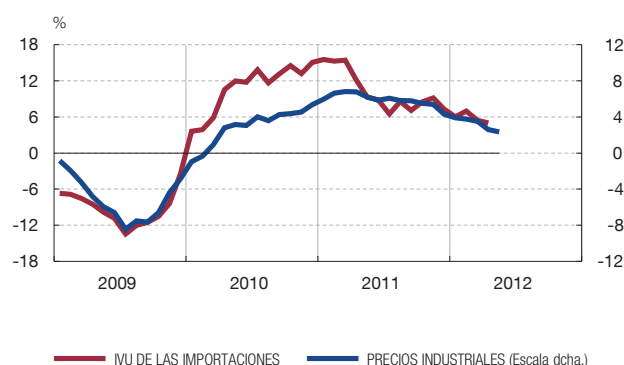
#### IAPC GENERAL (Junio de 2012)



#### IAPC Y SUS COMPONENTES

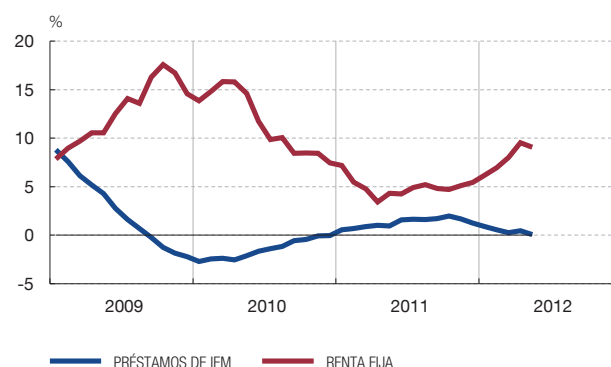
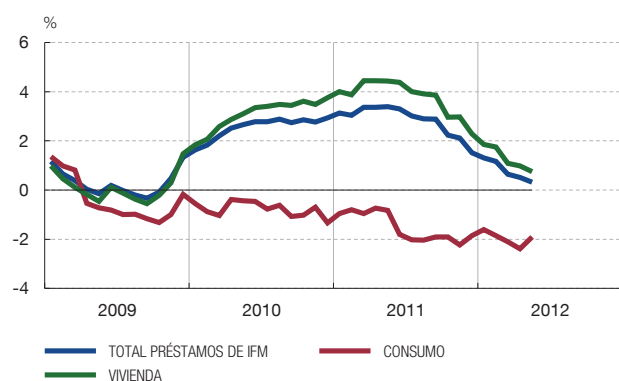
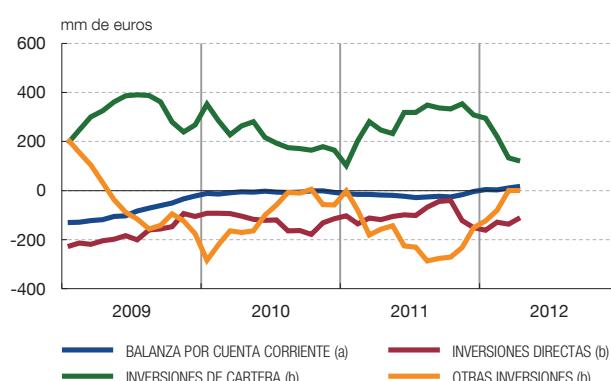


#### OTROS INDICADORES DE PRECIOS



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

En el ámbito de las finanzas públicas, los presupuestos de 2012 y los programas de estabilidad presentados en primavera revelaron que la mayoría de los países han intensificado sus planes de consolidación fiscal para compensar el impacto del deterioro de la situación económica sobre las cuentas públicas, de manera que los objetivos presupuestarios se mantienen inalterados. De acuerdo con estos planes, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuará descendiendo en 2012, hasta situarse próximo al

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.

3 % del PIB —en consonancia con la previsión de la Comisión Europea del 3,2 %— (véase cuadro 3). La mejora del saldo presupuestario en 2012 se asienta principalmente en el incremento de los ingresos públicos (de 0,9 pp del PIB respecto al año anterior) y, en especial, en el aumento de la imposición indirecta. Por su parte, el gasto público permanecería prácticamente inalterado en términos del PIB, ya que la moderación de la remuneración de los empleados públicos se verá compensada por el aumento de las transferencias y de los pagos por intereses derivados de los mayores niveles de desempleo y de deuda, respectivamente. El saldo ajustado de ciclo descendería en algo más de 1 pp del PIB en 2012, de modo que la política fiscal mantendrá un carácter contractivo, pese a la debilidad de la actividad económica. Por países, el ajuste será especialmente intenso en España, Grecia, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia, donde se estima que el saldo disminuya en más de 2 pp del PIB en términos estructurales.

La revisión de los programas de estabilidad realizada por la Comisión Europea en el marco del Semestre Europeo concluyó que la mayoría de los países han establecido medidas de consolidación ambiciosas, pero en algunos casos —entre los que se encuentran Francia, Holanda y España— será necesario especificar acciones adicionales para cumplir los compromisos adquiridos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento más allá de 2012. Con la excepción de Estonia, Finlandia y Luxemburgo, todos los países están sometidos al

% del PIB

	2010	2011	2012			2013	
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)	FMI (c)
Bélgica	-3,8	-3,7	-3,0	-2,9	-2,8	-3,3	-2,2
Alemania	-4,3	-1,0	-0,9	-0,8	-0,9	-0,7	-0,6
Estonia	0,2	1,0	-2,4	-2,1	-2,2	-1,3	-0,5
Irlanda	-31,2	-13,1	-8,3	-8,5	-8,2	-7,5	-7,4
Grecia	-10,3	-9,1	-7,3	-7,2	-6,7	-8,4	-4,6
España	-9,3	-8,5	-6,4	-6,0	-5,3	-6,3	-5,7
Francia	-7,1	-5,2	-4,5	-4,6	-4,4	-4,2	-3,9
Italia	-4,6	-3,9	-2,0	-2,4	-1,7	-1,1	-1,5
Chipre	-5,3	-6,3	-3,4	-3,7	-2,6	-2,5	-1,4
Luxemburgo	-0,9	-0,6	-1,8	-1,6	-1,8	-2,2	-2,0
Malta	-3,7	-2,7	-2,6	-2,7	-2,2	-2,9	-2,4
Holanda	-5,1	-4,7	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	-4,9
Austria	-4,5	-2,6	-3,0	-3,1	-3,0	-1,9	-2,4
Portugal	-9,8	-4,2	-4,7	-4,5	-4,5	-3,1	-3,0
Eslovenia	-6,0	-6,4	-4,3	-4,7	-3,5	-3,8	-4,2
Eslovaquia	-7,7	-4,8	-4,7	-4,2	-4,6	-4,9	-3,7
Finlandia	-2,5	-0,5	-0,7	-1,4	-1,2	-0,4	-0,8
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,4	-1,1	0,0	-0,5		0,3	0,1
Saldo total	-6,2	-4,1	-3,2	-3,2	-3,0	-2,9	-2,7
Deuda pública	85,6	88,0	91,8	90,0	91,1	92,6	91,0

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

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

b Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2012.

c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2012.

d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2012.

Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), si bien la Comisión Europea ha propuesto su suspensión para Alemania, que ya en 2011 situó su déficit muy por debajo del 3 % del PIB.

Por último, se espera que la deuda pública supere el 91 % del PIB en 2012. A este nivel previsto habría que añadir los pasivos contingentes asociados al saneamiento de algunas entidades bancarias y el aumento esperado de los gastos relacionados con el envejecimiento de la población, que, según el informe de envejecimiento de la CE de 2012, podrían tener un impacto, en el horizonte hasta 2060, de más de 4 pp en la ratio del gasto público sobre el PIB (superando los 7 pp en Bélgica, Chipre, Luxemburgo, Malta, Holanda y Eslovenia).

El contexto macroeconómico adverso conforma un escenario muy complejo para el proceso de consolidación fiscal en marcha. Por ello, las recomendaciones del Consejo Europeo de finales de mayo en materia de política fiscal ponen el énfasis en medidas de ajuste que aminoren el impacto sobre la actividad económica a corto y medio plazo, impulsando una reorientación de las estructuras impositivas hacia aquellas figuras más favorecedoras del crecimiento y del empleo; más a medio plazo, en la mayoría de los países se considera necesario aumentar la eficiencia del gasto sanitario e introducir reformas en los sistemas de pensiones para aumentar la edad efectiva de jubilación referenciándola con la esperanza de vida de la población.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

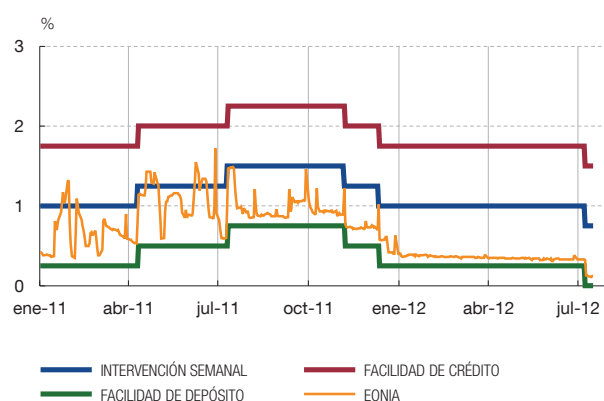
La evolución financiera del área del euro continuó reflejando en el segundo trimestre del año un entorno muy complejo, marcado por el foco de los mercados en la pervivencia de riesgos sistémicos significativos y la falta de confianza. La situación de estabilidad financiera se deterioró sustancialmente a partir de mediados de marzo, afectando de manera particular a España y a Italia, que experimentaron —en un contexto de elevada volatilidad— un fuerte endurecimiento de las condiciones de financiación, tanto del sector público como del privado, debido al aumento significativo de sus primas de riesgo. Así, los tipos de interés a diez años en el mercado secundario de deuda llegaron a alcanzar niveles del 7 % y del 6 %, respectivamente, que de prolongarse en el tiempo podrían poner en cuestión la sostenibilidad de las finanzas públicas. El aumento de la aversión al riesgo contribuyó a un descenso de las rentabilidades en los países AAA, y en particular en Alemania, donde, a mediados de julio, la referencia a diez años del *Bund* se situó por debajo del 1,5 %.

El reavivamiento de las tensiones estuvo relacionado, en primer lugar, con la incertidumbre política en Grecia, que ponía en riesgo la continuidad del programa de ayuda. Descartado ese escenario con la formación de un Gobierno de coalición tras las elecciones de junio, se abrió un período de evaluación de la situación que podría derivar en la solicitud por parte del nuevo Gobierno de una revisión de los acuerdos vigentes. Por su parte, Chipre, afectada por la fuerte exposición económica y financiera a la economía griega y por serios desequilibrios macroeconómicos, solicitó en la última semana de junio asistencia financiera al Eurogrupo y al FMI bajo un programa general todavía pendiente de concretar. Las dudas sobre la situación de la economía española y la incertidumbre generada en torno a los detalles e implicaciones de la asistencia financiera que el Estado español solicitó para recapitalizar su sector bancario constituyeron un foco adicional de tensiones. Finalmente, la evolución financiera vino también condicionada por el alcance que podrían tener las medidas que se adoptarían en el Consejo Europeo del 28 y 29 de junio para desvincular la interacción de los riesgos soberanos y bancarios. En este sentido, como se recoge en mayor detalle en el recuadro 2, los acuerdos del Consejo, posteriormente ratificados por el Eurogrupo del 9 de julio, incluyeron que la FEEF, y posteriormente el MEDE, podrán ser utilizados de forma eficiente y flexible para la compra de deuda en los mercados soberanos, con la condicionalidad adecuada, y abrió la posibilidad de que el MEDE, una vez que se establezca la supervisión bancaria única europea, pueda recapitalizar directamente las entidades bancarias.

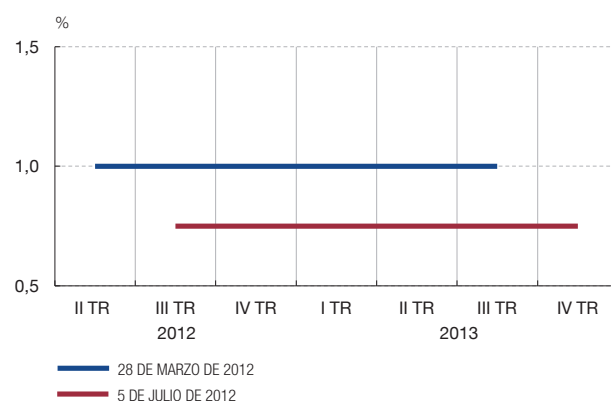
En este entorno complejo, el BCE mantuvo una orientación expansiva de la política monetaria, al considerar que las expectativas de inflación estaban firmemente ancladas y que la situación de debilidad económica en el área del euro hacía improbable que pudieran surgir presiones inflacionistas en el medio plazo. Así, en su reunión del 5 de julio, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de las operaciones principales de financiación en 25 pb, hasta situarlo en el 0,75 %, y el de las facilidades de depósito y de crédito, de forma simétrica, hasta el 0 % y el 1,5 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, en su reunión de mayo, el BCE anunció el mantenimiento de la adjudicación plena a tipo fijo en las operaciones de financiación hasta enero de 2013 e incrementó la disponibilidad de activos de garantía para mejorar el acceso de los bancos a las operaciones de financiación del Eurosistema, con el objetivo último de reforzar la provisión de crédito a los hogares y a las sociedades no financieras.

Los tipos de interés en el mercado interbancario tendieron a moderarse, particularmente después de la relajación de los tipos oficiales. El euríbor a tres meses y a un año se situó, desde comienzos de julio, en el entorno del 0,5 % y del 1 %, respectivamente, de manera que el diferencial de la rentabilidad con las operaciones *repo* se contrajo ligeramente, situándose por debajo de los 100 pb en el euríbor a un año.

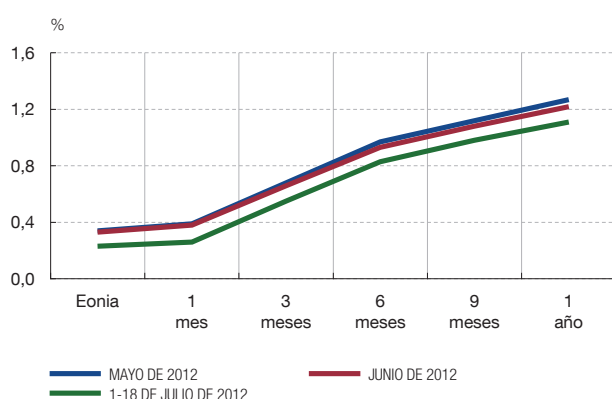
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



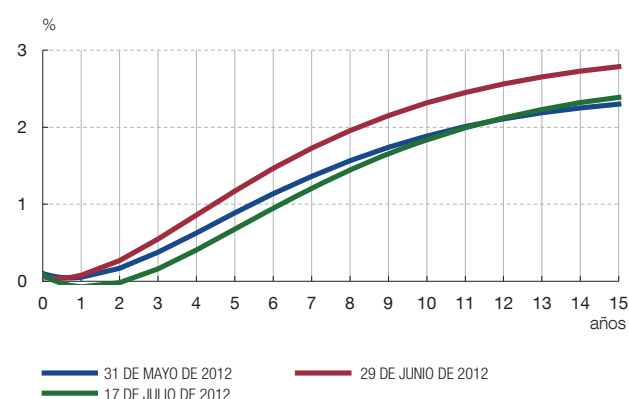
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



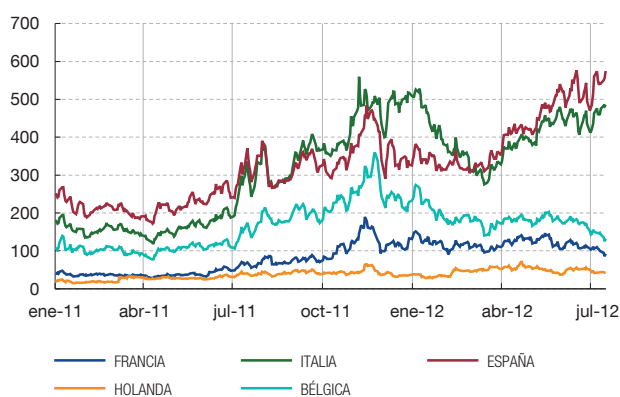
MERCADO INTERBANCARIO



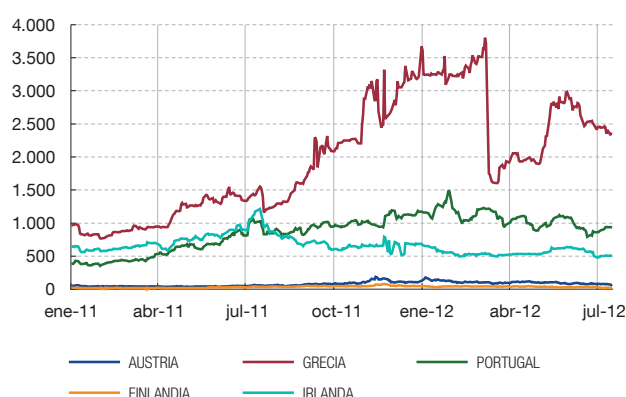
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



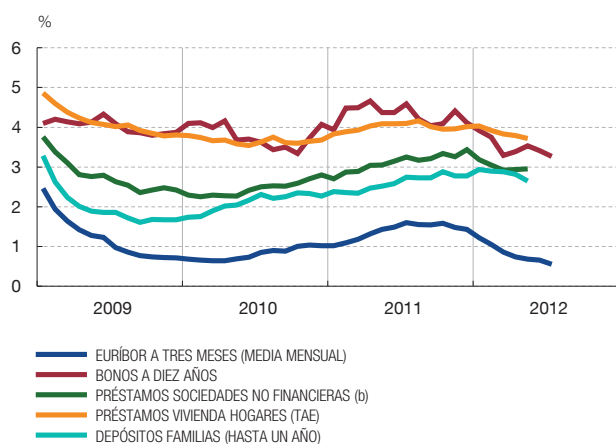
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios referida al primer trimestre de 2012, las condiciones de financiación ofrecidas por las entidades crediticias siguieron siendo estrictas. Así, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y a sociedades experimentaron un ligero endurecimiento durante el primer trimestre, aunque no se esperaba un tensionamiento adicional en el segundo. Por su parte, el coste de los



EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



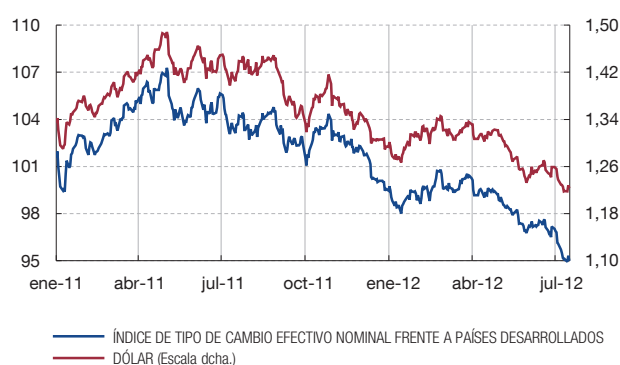
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



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.

préstamos bancarios otorgados al sector privado continuó retrocediendo en el caso de la financiación a hogares y a empresas —para préstamos de menos de un millón de euros—, mientras que se elevó ligeramente para las empresas en las operaciones superiores a un millón de euros. Detrás de esta evolución agregada, no obstante, se esconden unas condiciones de financiación desiguales, más estrictas en las economías con mayores tensiones financieras.

El contexto de elevada incertidumbre y de caída en la actividad económica continuó condicionando la demanda de financiación por parte del sector privado, que sigue siendo débil. De esta manera, los préstamos bancarios al sector privado prolongaron su senda de desaceleración, hasta mostrar un crecimiento interanual del 0,4 % en mayo, en términos ajustados de titulización. En el caso del crédito a hogares el crecimiento se situó en el 1,3 %, con una ralentización de la financiación para la adquisición de vivienda, al tiempo que el crédito para consumo mantuvo una caída interanual en torno al 2 %. La moderación fue más intensa en los préstamos a empresas, cuyo avance interanual se situó en el 0,2 %, dentro de amplias divergencias por países. En cambio, las emisiones de deuda de las sociedades no financieras continuaron creciendo a tasas relativamente elevadas, por encima del 9 % interanual en mayo, lo que puede evidenciar cierto efecto

sustitución entre fuentes de financiación por parte de las empresas de mayor tamaño (véase gráfico 11).

En el mercado bursátil, el índice EUROSTOXX 50 continuó, aunque con cierta volatilidad, con la tendencia decreciente iniciada a mediados de marzo, de tal forma que desde comienzos del mes de abril el índice acumuló una pérdida cercana al 10 %, que en el caso del sector bancario alcanzó el 24 %. Por países, las caídas fueron generalizadas, aunque más acusadas en el IBEX 35 español y en el FTSE MIB italiano (véase gráfico 13). Por su parte, el tipo de cambio del euro frente al dólar se depreció un 8 % en el mismo período, situándose, a fecha de cierre de este Boletín, en 1,22 dólares por euro.

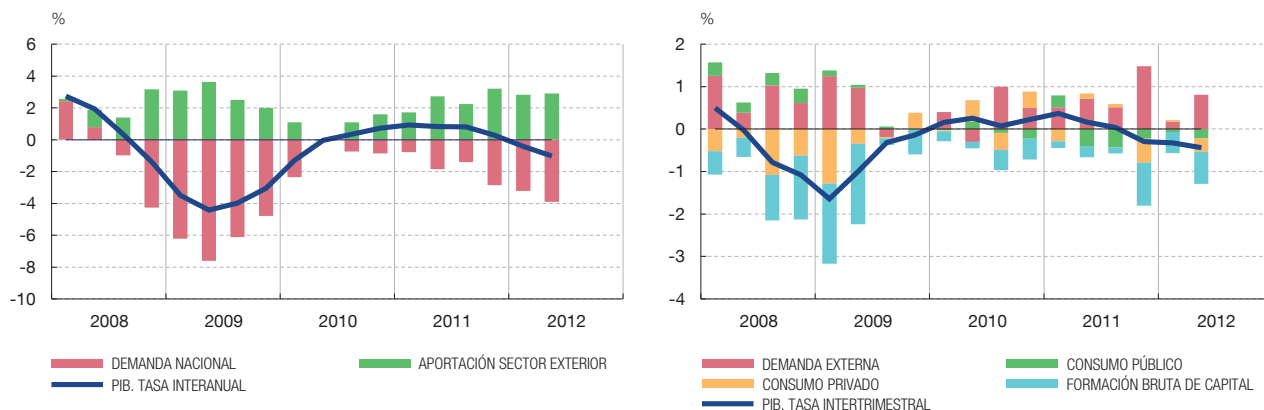
De acuerdo con la última información disponible, se estima que la actividad económica se contrajo en el segundo trimestre de 2012 con una intensidad ligeramente superior a la del trimestre anterior, de modo que el PIB registró una variación intertrimestral del  $-0,4\%$  (véase gráfico 14). La demanda nacional acentuó su debilidad, con una disminución del  $1,2\%$ , debido al peor comportamiento del consumo y de la inversión en construcción. En cambio, se amplió la contribución positiva de la demanda exterior neta, con una aportación de 0,8 pp, seis décimas por encima de la observada en el primer trimestre. Esta evolución se debió al empuje de las exportaciones —en especial, de servicios— y al mantenimiento de la atonía en las importaciones. En términos interanuales, el producto intensificó su caída en seis décimas, hasta el  $-1\%$ .

El empleo continuó disminuyendo con intensidad, experimentando un descenso que se estima en el  $4,6\%$  en términos interanuales, ocho décimas de mayor caída que en el primer trimestre. La evolución estimada del producto y del empleo determinó un repunte de la tasa de avance de la productividad aparente del trabajo. Este comportamiento, unido a la ralentización del ritmo de crecimiento de la remuneración por asalariado, se tradujo en un nuevo descenso de los costes laborales unitarios del conjunto de la economía. Finalmente, la tasa de variación interanual del IPC fue en junio del  $1,9\%$ , la misma que la registrada en marzo. Por su parte, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— repuntó entre marzo y junio una décima, hasta el  $1,3\%$ . En términos del IAPC, el diferencial de inflación frente al conjunto del área del euro siguió siendo negativo y se situó en junio en  $-0,6$  pp. En los próximos meses, la evolución de los precios en España se verá afectada por el impacto del incremento de los tipos del IVA, además de por otros aumentos de impuestos indirectos y precios administrados, si bien la marcada debilidad de la demanda permite anticipar que la traslación de esos incrementos impositivos a los precios finales será incompleta.

#### 4.1 Demanda

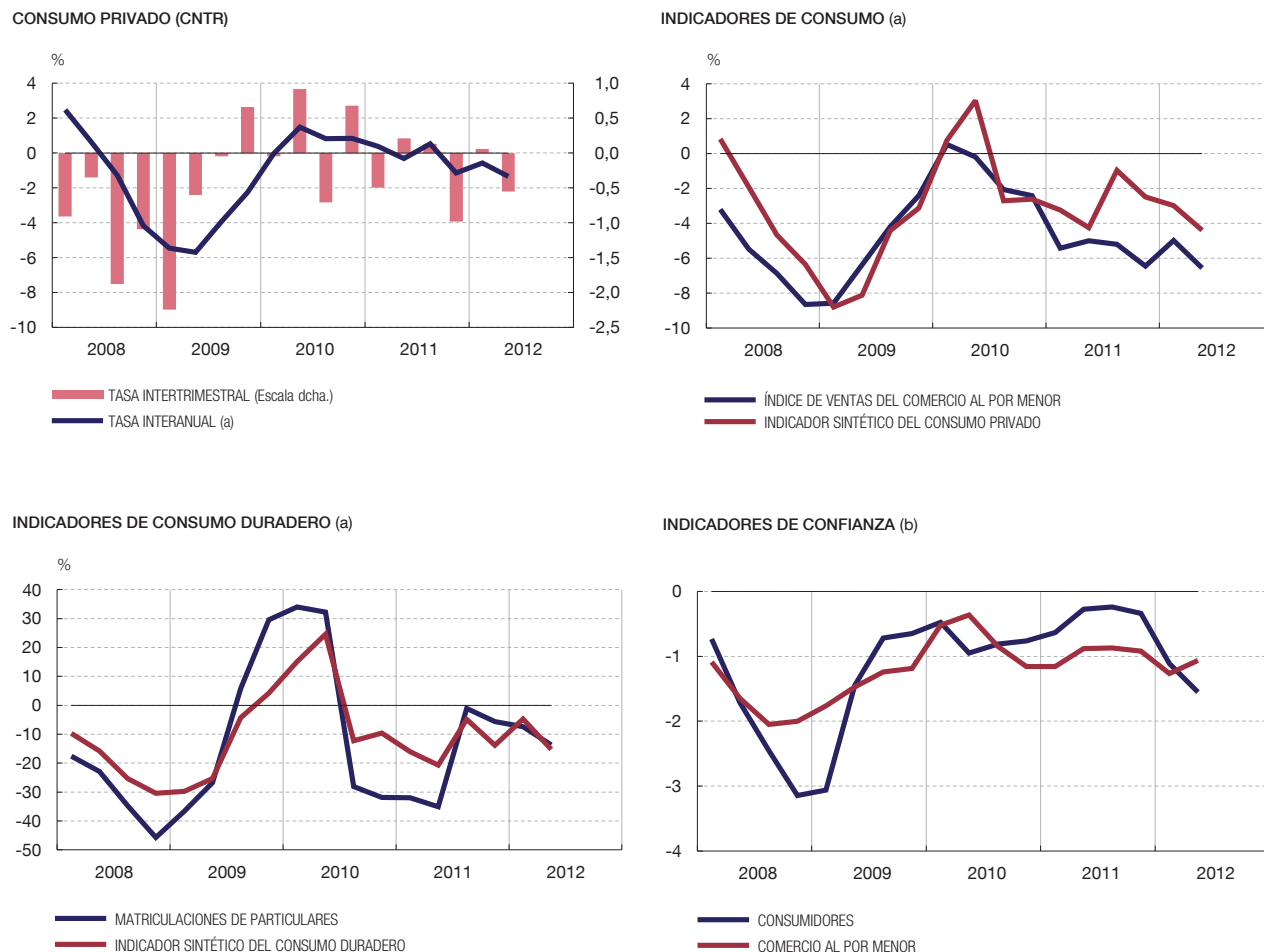
En el segundo trimestre del año se acrecentó la debilidad del consumo privado (véase gráfico 15). Se estima que este componente de la demanda experimentó un descenso intertrimestral del  $0,5\%$ , frente a la tasa del  $0,1\%$  del primer trimestre. Esta contracción es coherente con la persistente debilidad del mercado de trabajo, que siguió erosionando la principal fuente de renta de los hogares y alimentando la incertidumbre acerca de la trayectoria futura de esta variable. Además, los episodios de inestabilidad financiera que tuvieron lugar a lo largo del trimestre provocaron un deterioro de la confianza. Por su parte, la riqueza de los hogares siguió cayendo, en un entorno de descensos adicionales de los precios de la vivienda y de las cotizaciones en el mercado bursátil español. Entre los indicadores cuantitativos, el retroceso intertrimestral de las matriculaciones de automóviles particulares, calculado sobre la serie corregida de estacionalidad y de efectos calendario, se acrecentó hasta el  $7,3\%$ . También las ventas de bienes y servicios de las grandes empresas (indicador elaborado por la Agencia Tributaria) y el índice de comercio al por menor aceleraron su descenso interanual en el promedio de abril y mayo, hasta el entorno del  $-7\%$ .

Con información hasta el primer trimestre del año, el crecimiento de los ingresos nominales de los hogares se desaceleró por segundo trimestre consecutivo, mostrando una ligera caída de acuerdo con los datos acumulados de cuatro trimestres de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Esta evolución de la renta de las familias se explica por el aumento de la contribución negativa de la remuneración de asalariados y, en menor medida, por la



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

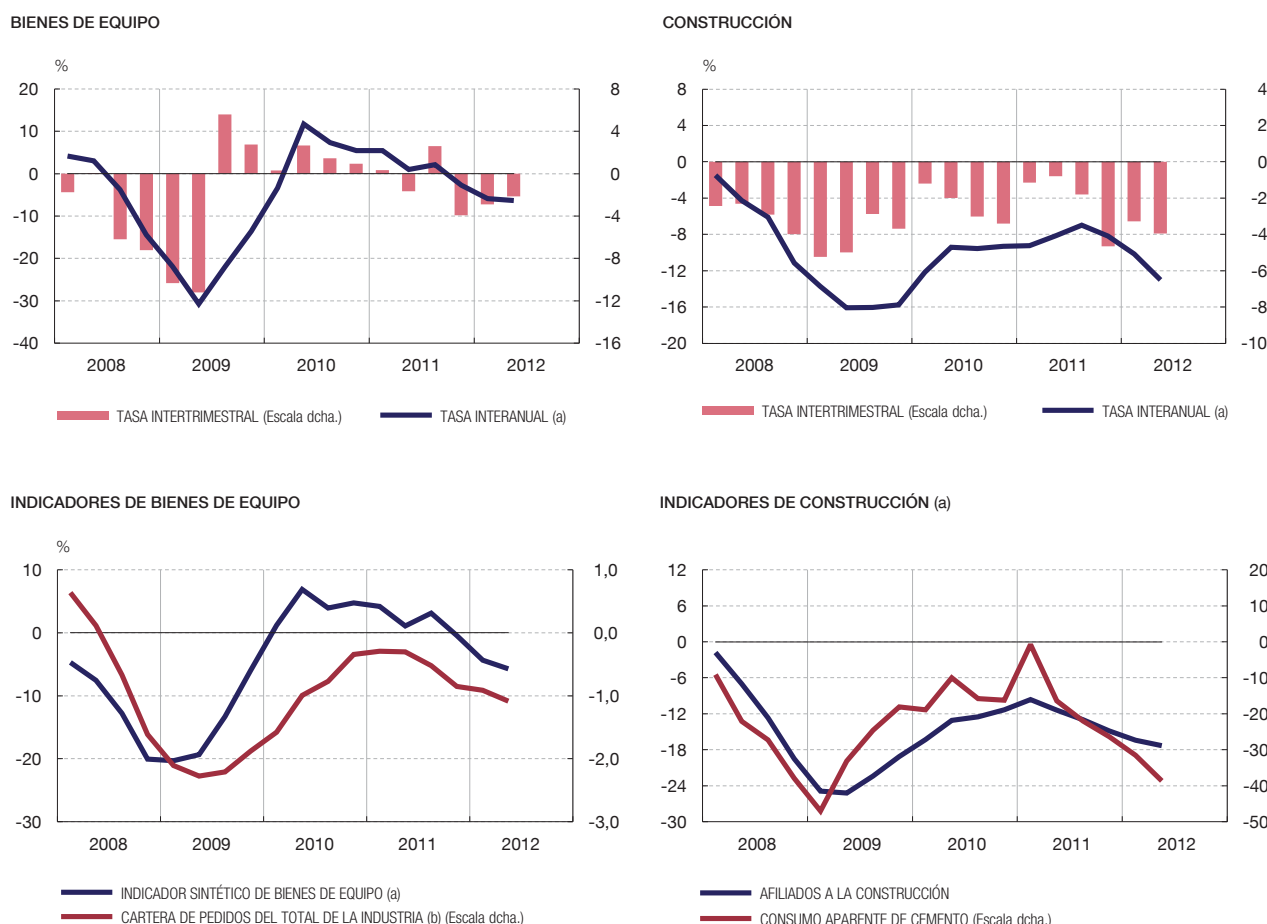
## CONSUMO PRIVADO



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).



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).

disminución de la aportación positiva del excedente bruto de los ocupados no asalariados. La contribución de las AAPP a la renta de las familias se mantuvo estable, pues los mayores pagos por impuestos directos tras el alza de tipos del IRPF se vieron compensados por mayores ingresos por prestaciones y menores pagos por cotizaciones sociales. El avance del consumo nominal, junto con el retroceso de la renta, determinaron un nuevo descenso de la tasa de ahorro de los hogares, que, en esta ocasión, fue de ocho décimas, hasta el 10,8 % de la renta disponible, nivel similar al registrado antes del inicio de la crisis.

La inversión en bienes de equipo continuó en el segundo trimestre de 2012 su trayectoria descendente, con una caída estimada del 2,2 % en términos intertrimestrales (véase gráfico 16). Tanto la producción industrial de este tipo de bienes como las importaciones disminuyeron intensamente en el conjunto de abril y mayo, y también las matriculaciones de vehículos de carga retrocedieron significativamente en el segundo trimestre. En el mismo período, la desconfianza empresarial se incrementó —tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo—, lo que podría reflejarse en un empeoramiento adicional de la inversión empresarial en los próximos meses.

De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la capacidad de financiación de las empresas no financieras continuó su senda de

mejora en el primer trimestre de 2012, hasta situarse en el 1,9 % del PIB con datos acumulados de cuatro trimestres (0,3 pp más que en 2011). Este avance se apoyó en un mayor ahorro empresarial, lo que estaría reflejando los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y fortalecer su capacidad de autofinanciación ante las dificultades para obtener recursos ajenos. El incremento del ahorro se sustentó, fundamentalmente, en el excedente empresarial y en un menor crecimiento de los intereses pagados.

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 (véase gráfico 16). La información más reciente de los indicadores del conjunto del sector relativos tanto al empleo como a la utilización de consumos intermedios muestra retrocesos intertrimestrales más intensos que los del comienzo de año. Este es el caso de la inversión residencial, afectada por la gradual disminución del número de viviendas iniciadas. En relación con las transacciones realizadas, en el primer trimestre de 2012 se vendieron en torno a 70.000 viviendas, cifra algo inferior a la observada un año antes. Por su parte, la superficie visada en edificación no residencial continuó registrando una fuerte contracción, con datos hasta abril, al igual que la licitación oficial de obra civil.

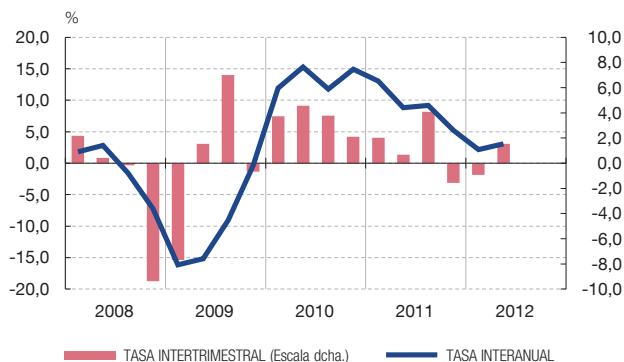
Junto con la contracción de la inversión pública, se estima que el retroceso del consumo público contribuyó a que la aportación directa de las AAPP a la demanda nacional en el período abril-junio fuera más negativa que a comienzos de año. En concreto, la información parcial disponible sobre la evolución del consumo de las AAPP en el segundo trimestre apunta a un sustancial retroceso de las compras de bienes y servicios por parte del Estado, mientras que el empleo de las AAPP podría haber registrado una caída en ese período, a juzgar por el descenso observado en las cifras de afiliados en los sectores relacionados con las AAPP.

En cuanto a la evolución del sector exterior, se estima que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB aumentó sustancialmente en el segundo trimestre del año, hasta alcanzar 0,8 pp. Este resultado se explicaría, principalmente, por la recuperación de las exportaciones, en tanto que las importaciones habrían retrocedido a un ritmo similar al del primer trimestre (véase gráfico 17). En términos interanuales, la demanda exterior neta tuvo una aportación de 2,9 pp a la tasa de variación del PIB. La recuperación de las exportaciones se ha apoyado en las ganancias de competitividad —por la depreciación del euro y por la contención de los costes laborales relativos frente a nuestros competidores—, y a pesar de la moderación de la demanda de importaciones de la zona del euro.

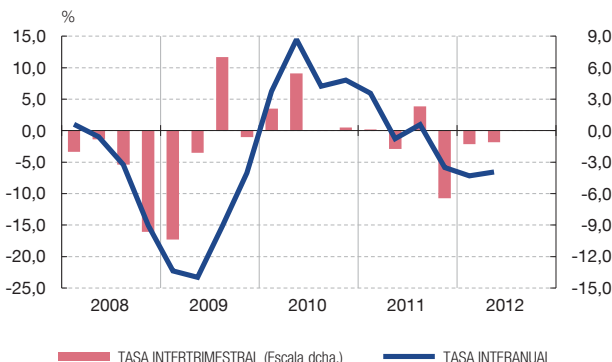
Según los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes volvieron a crecer en los dos primeros meses del segundo trimestre —un 1,9 % interanual—, tras el descenso del 0,3 % del trimestre anterior. Por grupos de productos, la mejora fue bastante generalizada, destacando el fortalecimiento de las ventas de alimentos y de bienes intermedios no energéticos. Por el contrario, las ventas de bienes de consumo no alimenticios siguieron mostrando una notable debilidad. Por áreas geográficas, en términos nominales, las exportaciones dirigidas a la zona del euro descendieron ligeramente (–1,2 % en términos interanuales) en el promedio de los meses de abril y mayo, mientras que las exportaciones al resto del mundo continuaron creciendo a ritmos elevados (10,5 %). El descenso de las exportaciones al área del euro se explica por la debilidad de la demanda en algunos de nuestros principales mercados, como Italia y Portugal, que muestran unas caídas de las ventas del 5,3 % y del 9,7 %, respectivamente.



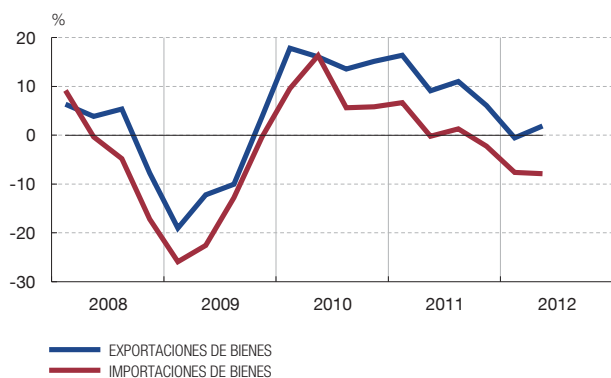
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



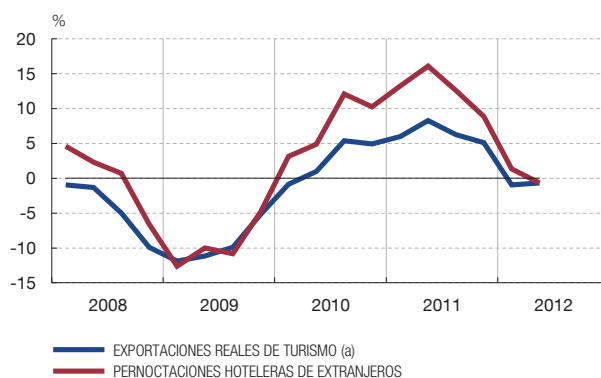
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



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.

En lo que se refiere a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información disponible apunta a que este componente de la demanda podría registrar, de nuevo, una tasa de variación interanual negativa en el segundo trimestre del año. Aunque la incertidumbre geopolítica que aún persiste en algunos países árabes continúa apoyando los flujos turísticos hacia nuestro país, lo está haciendo con menor intensidad que en 2011. De hecho, ha comenzado a observarse un cierto retorno del turismo británico hacia destinos del Mediterráneo oriental, tendencia que no se aprecia, por el momento, en el caso del turismo emisor alemán. Tanto las entradas de turistas extranjeros como sus pernoctaciones hoteleras o su gasto nominal mostraron en abril un comportamiento algo menos favorable en términos interanuales que en el primer trimestre del año, pero en mayo se apreció un mayor dinamismo. En el recuadro 4 se presenta una herramienta para predecir los flujos de turistas a partir de las búsquedas en Internet. Respecto a los otros servicios, las exportaciones mantuvieron un tono positivo en el segundo trimestre, gracias al buen comportamiento del transporte y de los servicios prestados a empresas.

Según la información de Aduanas, las importaciones de bienes en términos reales disminuyeron un 7,7 % en términos interanuales en los meses de abril y mayo, descenso algo mayor que el registrado en el primer trimestre del año. Por grupos de bienes, destacó la

La popularización del uso de Internet ha transformado un buen número de actividades cotidianas, entre las que se encuentran cuestiones tan diversas como la lectura de prensa o las compras de bienes y servicios y, dentro de estas, la búsqueda de información sobre servicios turísticos, así como la contratación de los mismos. Desde 2009, la Comisión Europea elabora, con carácter anual, una encuesta que recaba información detallada sobre usos y costumbres de los viajes de los europeos<sup>1</sup>. Según esta encuesta, Internet se ha erigido como la segunda fuente de información más importante para la organización y contratación de viajes, tras las recomendaciones de otras personas.

El registro de las búsquedas turísticas en Internet permite compilar un indicador del interés de los consumidores por realizar viajes a un lugar determinado. En este recuadro se construye un indicador específico referido a las búsquedas en Internet por parte de no residentes relacionadas con la preparación de unas vacaciones en España. El indicador elaborado pretende aproximar el número de turistas entrados en nuestro país (que, junto con el número de pernoctaciones realizadas por cada uno de ellos, constituye uno de los indicadores más relevantes en la estimación de las exportaciones reales de servicios turísticos).

El volumen de información potencialmente existente es enorme, por lo que se hace preciso disponer de un instrumento que permita sistematizarla. En concreto, aquí se hace uso de «Google Insight for Search» (GIS), herramienta estadística desarrollada por Google que permite, en general, analizar las búsquedas realizadas por los consumidores en distintos mercados. El análisis presentado en este recuadro se enmarca en la línea de los trabajos iniciados por Choi y Varian en 2009<sup>2</sup>, que analizan cómo GIS permite mejorar las predicciones a corto plazo de las ventas de bienes y servicios en distintos ámbitos (comercio minorista, automóviles, viajes o mercado inmobiliario). La estrategia seguida en cada una de estas aplicaciones es la siguiente:

- Ajustar el mejor modelo de predicción posible utilizando las estadísticas convencionales, incluyendo la variable endógena desfasada (en adelante, modelo 0).
- Añadir los indicadores de búsquedas (denominados «G-índices») como una variable explicativa adicional (en adelante, modelo 1).
- Evaluar la mejora en las predicciones a través de un instrumento estándar: el error absoluto medio (EAM) o el error cuadrático medio (ECM) de los errores de predicción extramuestrales de ambos modelos.

La aplicación de esta estrategia al caso de los flujos de turistas extranjeros entrados en España arroja como resultado una mejora sustancial de la capacidad predictiva de los modelos disponibles cuando se incluyen las búsquedas de información turística, que, además, en muchos casos, son realizadas con varias semanas o meses de antelación a la realización de un viaje.

El indicador construido considera solamente los viajeros procedentes de Reino Unido, Alemania y Francia, los tres principales

clientes de la industria turística española, que, en conjunto, representan el 60 % de los turistas extranjeros en España y cuya evolución es muy similar a la del agregado del total de viajeros extranjeros (véase gráfico 1)<sup>3</sup>. A modo de ejemplo, en el gráfico 2 se compara la evolución de los flujos de viajeros procedentes de Reino Unido con las búsquedas en Internet de términos relacionados con el disfrute de vacaciones en España realizadas desde ese país<sup>4</sup>. El perfil de evolución de las series no es muy diferente, lo que obedece, en parte, al fuerte componente estacional de las series de turismo, con las mayores entradas de visitantes en los meses de verano. En todo caso, se observa que las búsquedas en Internet presentan un cierto adelanto con respecto a las llegadas de turistas<sup>5</sup>.

En consonancia con la estrategia general descrita con anterioridad, para cada uno de los tres países de origen de los turistas se han estimado dos modelos: el mejor modelo ARIMA estimado por TRAMO (modelo 0) y un modelo aumentado con el G-índice correspondiente a las búsquedas realizadas desde ese país (modelo 1)<sup>6</sup>. En todos los casos, el modelo 1 mejora apreciablemente los modelos univariantes. La disminución del ECM de las predicciones extramuestrales en los modelos correspondientes a los flujos de turistas británicos, alemanes y franceses es del 12 % en los dos primeros casos y del 44 % en el tercero, cuando se incluye el G-índice.

La mejora en la predicción del agregado total de turistas cuando se incorporan los G-índices como regresor se hace patente en el gráfico 3, donde se comparan los errores de previsión un período por delante. El modelo de referencia es el utilizado actualmente para predecir el flujo de turistas entrados (modelo 0). La estimación alternativa se obtiene a partir de una agregación simple de las estimaciones del modelo 1 de cada país de origen de los turistas. El error absoluto medio (EAM) para el modelo 0 en el período extramuestral enero 2011-abril 2012 es del 3,8 %, mientras que el EAM correspondiente al agregado de modelos 1 es del 2,2 %.

Estos G-índices resultan, por tanto, de utilidad para la realización de previsiones económicas. A corto plazo, con el modelo que incorpora los G-índices (modelo 1) se estimaría que la cifra de entrada de turistas en el tercer trimestre de 2012 sería similar a la del año pasado, previsión que es algo inferior a la que resultaría de un simple modelo univariante, que anticiparía un ligero aumento interanual.

1 «Survey on the attitudes of European towards tourism».

2 H. Choi y H. Varian (2009), *Predicting the present with Google trends y Predicting Initial claims for unemployment benefits*, Google Research Blog.

3 En concreto, la correlación entre el total de viajeros y los viajeros procedentes de Reino Unido, Alemania y Francia es muy próxima a la unidad, sin que ello sea solamente el reflejo de un comportamiento estacional similar, pues la correlación entre las tasas interanuales es asimismo muy elevada.

4 Los términos de búsqueda utilizados han sido «Spain holiday», «Spanien Urlaub» y «Vacances Espagne» para las búsquedas realizadas por residentes en Reino Unido, Alemania y Francia, respectivamente. Se ha probado, asimismo, con otros términos relacionados con viajes de ocio a España y los resultados son muy similares (véase C. Artola y E. Galán, *Las huellas del futuro están en la web: construcción de indicadores adelantados a partir de las búsquedas en Internet*, Documentos Ocasionales, n.º 1203, Banco de España).

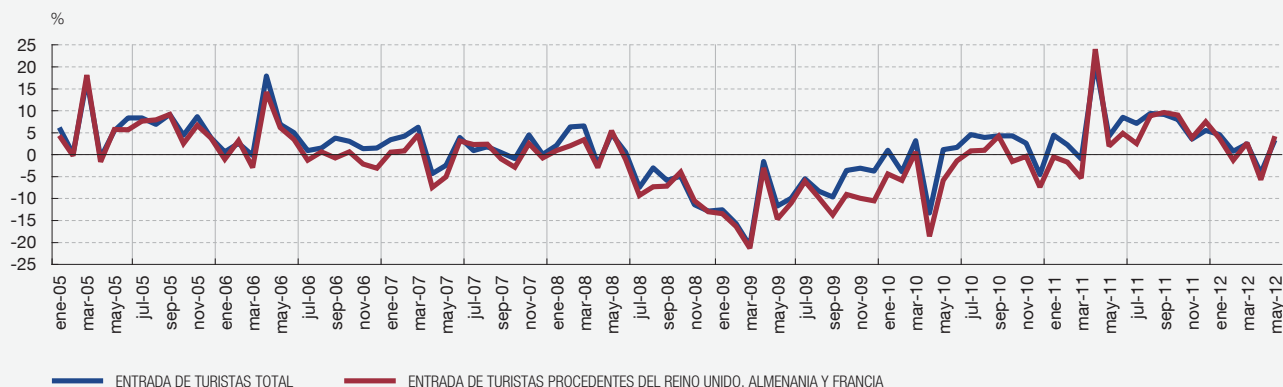
5 Además de ese adelanto, se puede observar también un repunte de las búsquedas en enero de cada año, a pesar de que en ese mes, y en los inmediatamente posteriores, las entradas de turistas son reducidas. Sin embargo, las búsquedas de vacaciones son relativamente numerosas en enero, lo que probablemente refleja los nuevos proyectos que se inician con el año.

6 En todos los casos se estimó inicialmente un modelo que incluía como regresores el G-índice con hasta seis retardos de desfase. En los modelos finales se incluyeron únicamente los desfases que aparecían como significativos.

**PREDICCIÓN DE LAS ENTRADAS DE TURISTAS A CORTO PLAZO A PARTIR DE LAS BÚSQUEDAS  
EN INTERNET (cont.)**

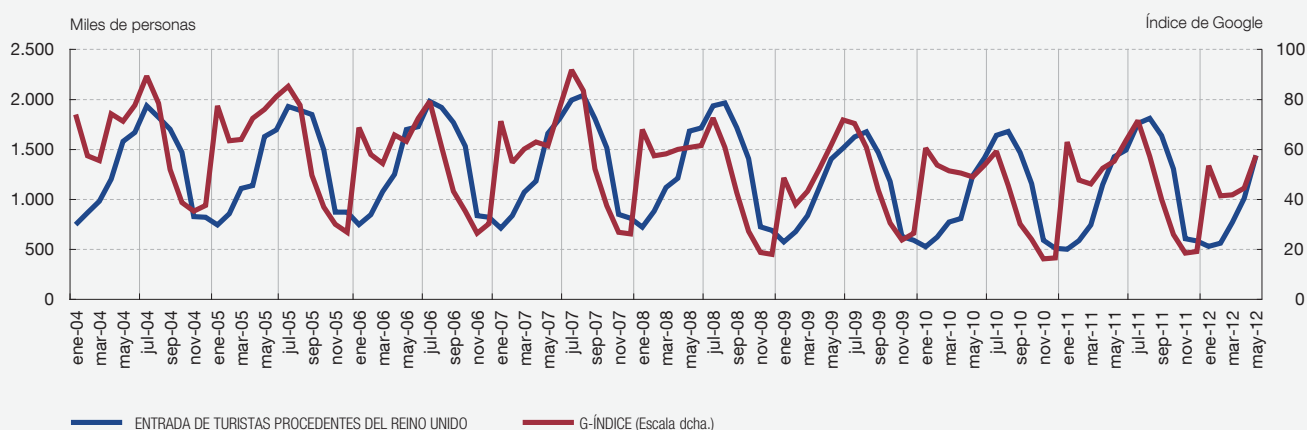
RECUADRO 4

**1 VIAJEROS ENTRADOS EN ESPAÑA  
(tasas interanuales)**



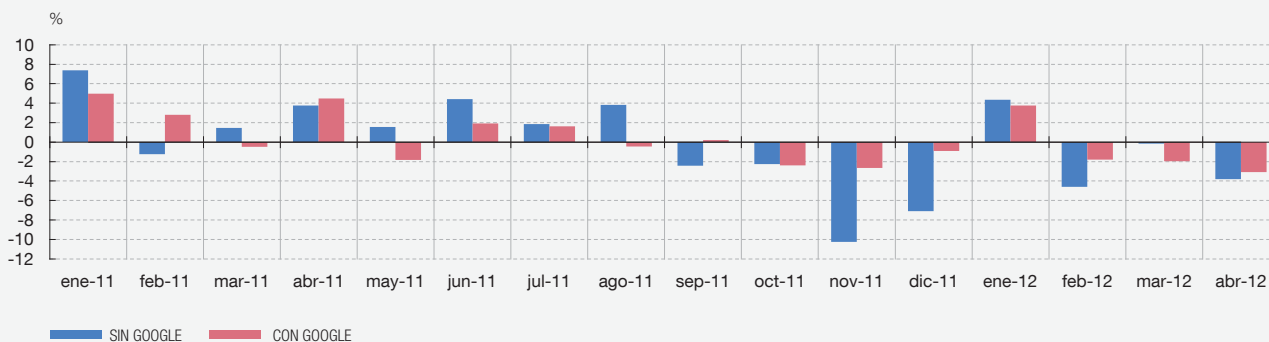
FUENTE: Instituto de Estudios Turísticos.

**2 ENTRADA DE TURISTAS EN ESPAÑA Y BÚSQUEDAS EN GOOGLE.  
TURISTAS PROCEDENTES DEL REINO UNIDO**



FUENTES: Instituto de Estudios Turísticos y Google Insights for Search.

**3 ERRORES DE PREVISIÓN UN PERÍODO POR DELANTE**



FUENTES: Instituto de Estudios Turísticos, Google Insights for Search y Banco de España.

intensificación de las caídas de compras de bienes de equipo y de consumo. En cambio, las importaciones reales de servicios podrían haber moderado su ritmo de caída en el segundo trimestre, tanto por el gasto en turismo como por las compras del resto de servicios.

#### 4.2 Producción y empleo

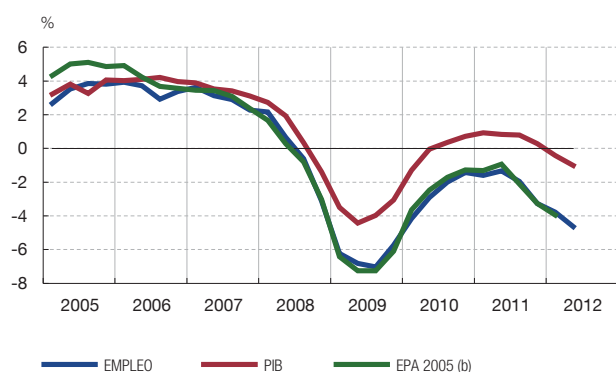
Durante el segundo trimestre del año, el valor añadido bruto de la economía de mercado volvió a retroceder, situándose su tasa de variación intertrimestral en el -0,3 %. De acuerdo con los indicadores cuantitativos disponibles, las ramas industriales intensificaron ligeramente su ritmo de descenso, debido, en gran medida, a la progresiva pérdida de dinamismo de la cartera exterior de pedidos. Por destino económico de la producción, los bienes de consumo y los bienes de equipo mostraron un comportamiento algo más favorable que en el primer trimestre del año, mientras que la energía y los bienes intermedios experimentaron un cierto deterioro. Por su parte, la mayoría de los indicadores del sector de la construcción mantuvieron un tono negativo. En la evolución de los indicadores sobre servicios de mercado, también se apreció un ligero empeoramiento en relación con el anterior trimestre. El indicador de actividad del sector servicios experimentó un notable retroceso en el conjunto de abril y mayo, influido en gran medida por la evolución de la rama de comercio. Del mismo modo, las encuestas de opinión mostraron un deterioro de la actividad en el conjunto del segundo trimestre.

En relación con el mercado laboral, la evolución de la actividad en el segundo trimestre se tradujo en una continuación del proceso de destrucción neta de puestos de trabajo. Los últimos datos de la EPA disponibles se refieren al primer trimestre. Según estos datos, el empleo disminuyó en ese período un 4 % en tasa interanual, frente al -3,3 % del último trimestre de 2011. Esta evolución fue paralela a la mostrada por los ocupados de la CNTR, según puede apreciarse en el gráfico 18. Por ramas de actividad, el deterioro de la ocupación fue generalizado, con la excepción de la industria, que suavizó su ritmo de caída. Además, destacó la reducción del empleo en los servicios de no mercado. Como la población activa continuó estabilizada, el retroceso del empleo se trasladó íntegramente a un aumento de la tasa de paro, que se elevó hasta el 24,4 % en el primer trimestre, 1,6 pp superior al cierre de 2011. Respecto a la evolución del mercado de trabajo en el segundo trimestre, las afiliaciones a la Seguridad Social mantienen la tónica de caída del empleo, que se reflejó en una tasa interanual del -3,2 %, retroceso que supera en seis décimas al observado en los tres primeros meses del año. El descenso intertrimestral, en términos ajustados de estacionalidad, fue de igual magnitud al observado en el primer trimestre de 2012 (-0,9 %). La intensificación de las caídas interanuales de la afiliación fue generalizada por ramas de actividad, siendo este el primer trimestre en que los afiliados en los servicios de no mercado<sup>3</sup> presentan una tasa negativa (-1,3 %) desde que existen series homogéneas. La construcción siguió mostrando los ritmos de descenso más elevados (-17,3 %), seguida de la industria (-5,2 %), siendo estos más modestos en la agricultura (-1 %) y en el total de servicios (-1,6 %). Conviene resaltar, no obstante, la menor caída observada en junio, que se debió a la evolución positiva del sector de servicios —en parte, afectado por la finalización del plazo para adecuarse a la nueva regulación del servicio doméstico—. La evolución de los afiliados en este segundo trimestre sería compatible con un nuevo debilitamiento del empleo en términos interanuales.

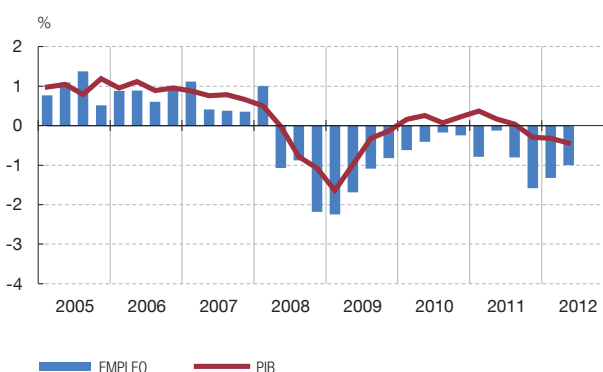
Por su parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) experimentó un retroceso interanual del -4,8 % en el segundo trimestre, suavizando en

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

TOTAL ECONOMÍA



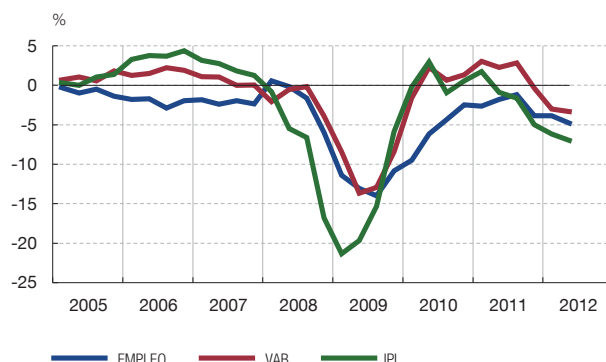
TOTAL ECONOMÍA (c)



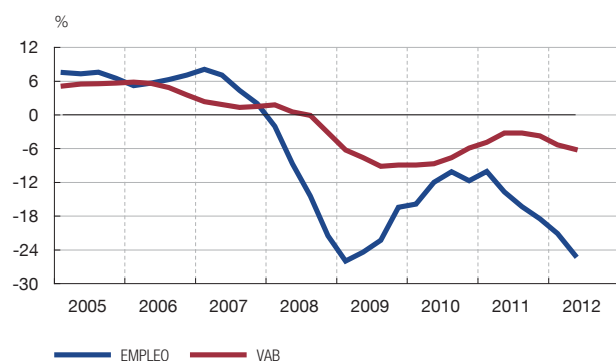
AGRICULTURA



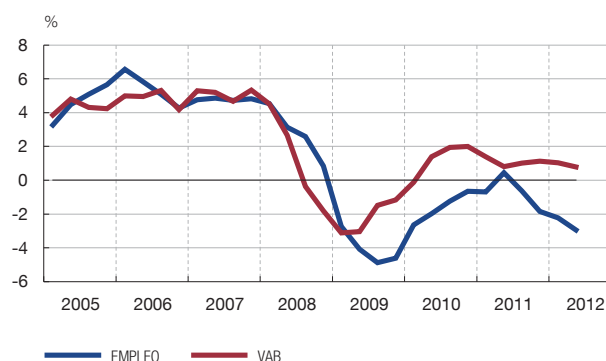
INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



SERVICIOS DE MERCADO

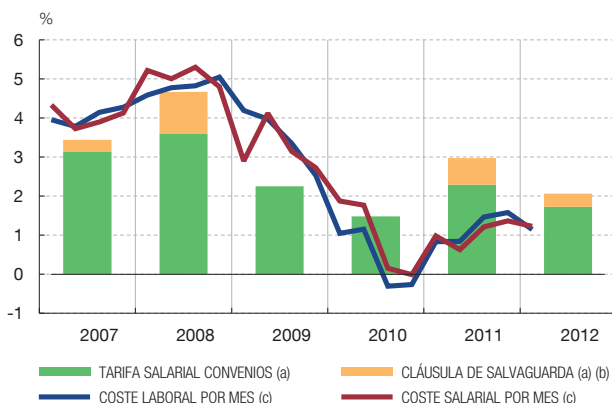


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

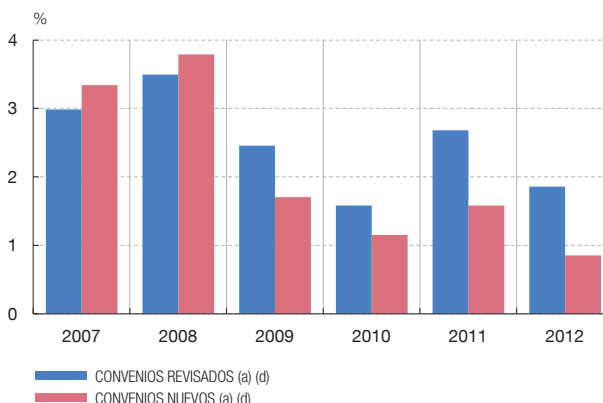
- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
- b Series enlazadas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

tres puntos la caída del período precedente. En esta ocasión, se moderaron tanto el descenso de los contratos temporales como el de los indefinidos, aunque de forma bastante más intensa en este último caso, de forma que el peso de esta modalidad en el total de la contratación se situó en el 8 %. Dentro de este grupo, destaca el abultado crecimiento que registraron los contratos ordinarios iniciales, entre los que se encuentra el nuevo contrato

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 junio 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.

de emprendedores<sup>4</sup>, aprobado en febrero de este año por el Real Decreto Ley 3/2012, si bien no se dispone de información desagregada que permita una valoración más detallada sobre su utilización por parte de las empresas.

Por último, el paro registrado mostró una tasa interanual del 11,9 % en el segundo trimestre (más de dos puntos superior a la del primero), si bien se observó un descenso importante en junio (de 99.000 personas en comparación con mayo). Esta evolución de los afiliados y del paro registrado parece indicar que la tasa de paro podría estabilizarse en el segundo trimestre de 2012.

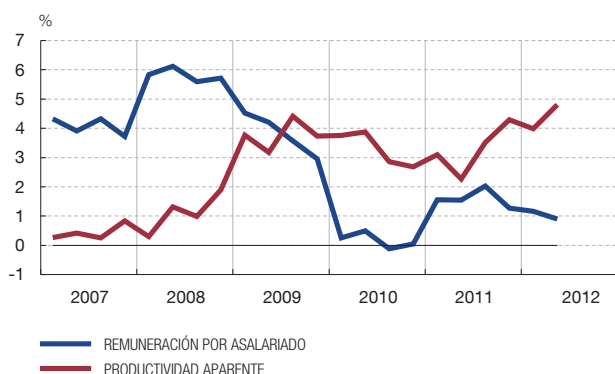
### 4.3 Costes y precios

En un contexto de importante retraso en la negociación colectiva, los convenios registrados entre enero y junio de 2012 reflejaron un incremento acumulado de las tarifas salariales del 1,7 %, lo que supone una moderación de 0,4 pp con respecto al acumulado hasta marzo. En los últimos meses se han producido los primeros avances significativos en la negociación de convenios de nueva firma (cuyo primer año de vigencia es el actual), para los que se ha pactado un aumento salarial del 0,85 % (véase gráfico 19), cifra que comienza a acercarse a las recomendaciones salariales del II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012-2014 (AENC), firmado en enero de 2012. Sin embargo, la mayor parte de los asalariados con convenio cerrado para este año (el 86 %) están sometidos a convenios revisados —esto es, acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores—, en los que los aumentos de las tarifas se sitúan en torno al 1,9 %. Dada la delicada situación del mercado de trabajo, convendría que los agentes sociales intensificaran sus esfuerzos para un cumplimiento estricto de las recomendaciones salariales del AENC, lo que debería facilitar un ajuste más equilibrado entre salarios y empleo. A su vez, un aprovechamiento intenso de las mayores posibilidades de flexibilidad interna contenidas en la reforma laboral permitiría que las condiciones de trabajo se adecuaran en mayor medida a la situación económica de cada empresa, contribuyendo así a preservar el empleo y la competitividad.

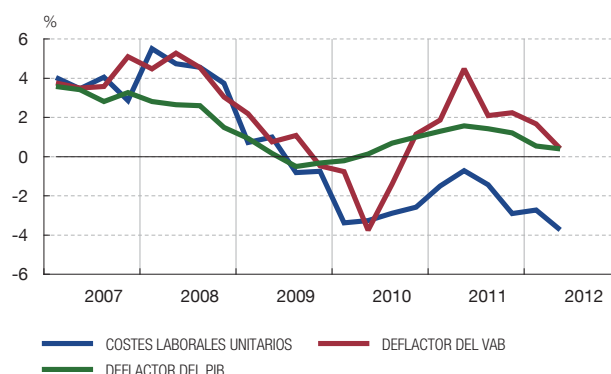
<sup>4</sup> Dirigido a pequeñas y medianas empresas, con diferentes incentivos fiscales y bonificaciones. Únicamente se diferencia del ordinario general por tener un período de prueba de un año.



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.

Como ya ocurrió en los dos años precedentes, tanto la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) como los datos de remuneración por asalariado de la CNTR mostraron en el primer trimestre de 2012 tasas de crecimiento de los salarios más moderadas que las que reflejan los convenios colectivos. Además, en la economía de mercado, la ralentización observada de las tarifas y el modesto incremento que está mostrando hasta mayo la retribución bruta media según los datos de la Agencia Tributaria referidos a las grandes empresas apuntan a una nueva desaceleración del crecimiento interanual de la remuneración en el período abril-junio (véase gráfico 20).

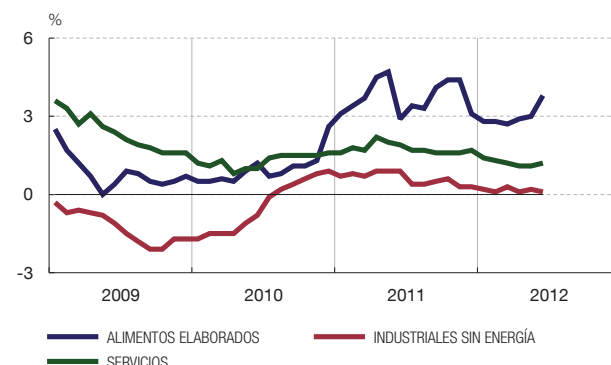
En el segundo trimestre de 2012, los deflatores de los componentes de la demanda moderaron sus ritmos de variación, reflejando tanto la evolución de los precios de producción interior —aproximados por el deflactor del PIB—, cuya tasa habría disminuido en dos décimas respecto al trimestre anterior, como la de los precios de los bienes y servicios importados, que mostraron crecimientos algo más moderados.

Durante el segundo trimestre de 2012, los principales indicadores de precios de consumo mostraron una evolución estable, que contrasta con la trayectoria descendente que habían mostrado en los meses anteriores. Así, la tasa interanual del IPC en junio fue del 1,9 %, la misma que en marzo (véase gráfico 21). En ese mismo período, el ritmo de crecimiento del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— fue del 1,3 %, una décima por encima del observado al final del primer trimestre. Entre los componentes de este índice, destaca el mayor ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados, que alcanzó el 3,8 % en junio, 1,1 pp por encima del de marzo. Esta evolución se explica, en parte, por el aumento de la imposición específica sobre el tabaco. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron en dos décimas su ritmo de avance. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo estable en el período, en el 1,2 %, a pesar de los aumentos en los precios regulados del transporte. Fuera del IPSEBENE, el componente energético del IPC mostró una cierta desaceleración, en un contexto de abaratamiento del crudo en los mercados internacionales, reduciendo su tasa de crecimiento en 1,3 pp respecto a marzo, hasta el 6,2 %. Finalmente, el ritmo de variación de los precios de los alimentos no elaborados siguió mostrando fuertes oscilaciones durante el segundo trimestre.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



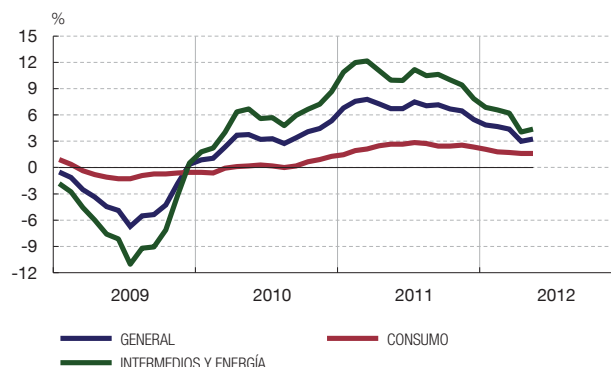
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

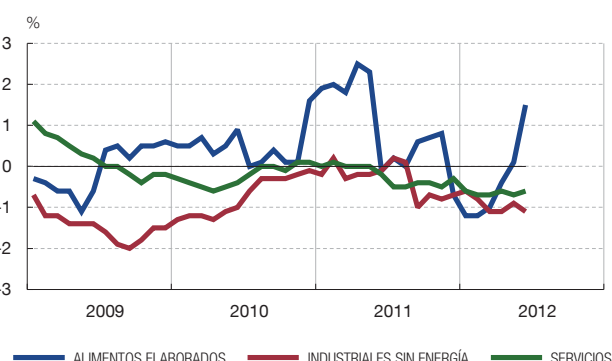
En el primer semestre de 2012, la inflación medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) siguió siendo menor en España que en la zona del euro, si bien el diferencial se estrechó ligeramente en el segundo trimestre. En concreto, la inflación española en junio fue seis décimas inferior a la del área del euro (véase gráfico 22). El diferencial de precios en los productos energéticos pasó de -1 pp en marzo a 0,9 pp en junio, debido al aumento de los precios regulados en España. El diferencial en términos del IPSEBENE fue negativo en junio (-0,5 pp), como resultado de los diferenciales en los servicios (-0,6 pp) y los bienes industriales no energéticos (-1,1 pp), mientras que en el caso de los alimentos elaborados el diferencial de incremento de precios fue positivo (1,5 pp).

El índice de precios industriales continuó moderándose durante el segundo trimestre, alcanzando un ritmo de variación interanual del 3,2 % en mayo, 1,2 pp por debajo de la tasa de marzo. Esta desaceleración fue reflejo de la desaceleración de los precios de los productos energéticos, ya que el componente no energético mantuvo estable su avance en este período. Por su parte, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales redujeron igualmente su ritmo de crecimiento, registrando en mayo tasas interanuales del 3,8 % y del 2,3 %, respectivamente.

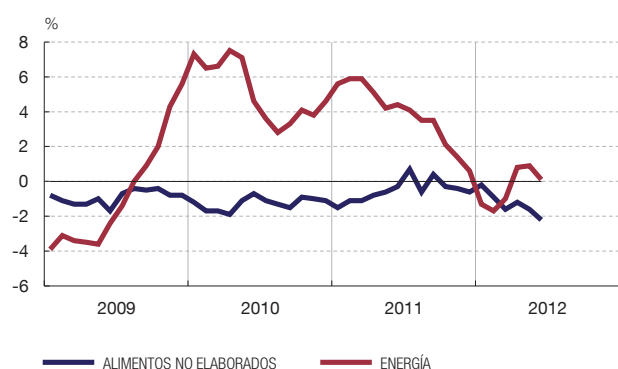
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



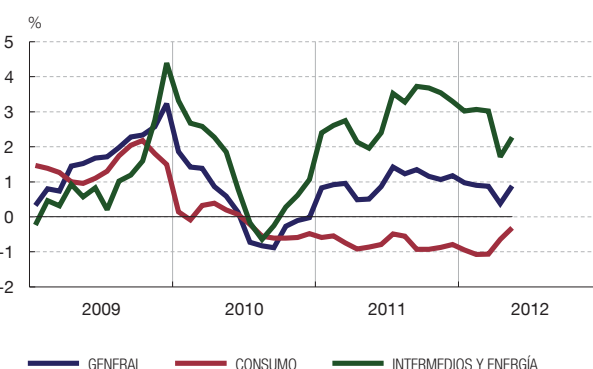
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

En su reunión del 10 de julio de 2012, el ECOFIN analizó el procedimiento de déficit excesivo de España y, considerando el deterioro de la situación económica, decidió extender en un año, hasta 2014, el plazo para la corrección del déficit público excesivo, de manera que la nueva senda de objetivos para la ratio de déficit de las AAPP sobre el PIB sería del 6,3 %, 4,5 % y 2,8 % en 2012, 2013 y 2014, respectivamente (frente a las metas fijadas en el Programa de Estabilidad publicado en abril del 5,3 %, 3 % y 2,2 % del PIB para esos años). Con el fin de reforzar la credibilidad de tales objetivos, el Consejo de la UE solicitó al Gobierno español la adopción, antes del final del mes de julio, de un plan presupuestario que cubra los períodos 2013 y 2014. Adicionalmente, las recomendaciones del Consejo incluyen: la realización de un esfuerzo fiscal estructural en el período 2010-2013 que ascienda, al menos, a un 1,5 % del PIB en promedio anual; la aplicación estricta de los planes fiscales en curso en todos los niveles de las AAPP, así como de las provisiones de la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria relativas a la transparencia de los datos y al control de los presupuestos de todas las AAPP; la creación de una institución presupuestaria independiente que analice, asesore y supervise la política presupuestaria; la instrumentación de medidas que mejoren la eficiencia del gasto público; la definición del factor de sostenibilidad contemplado en la última reforma del sistema de pensiones y, finalmente, el refuerzo de la imposición indirecta frente a la directa y la reducción del tratamiento impositivo favorable existente a la compra de vivienda.

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Programa de Estabilidad 2012	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación		
					2011 ene-mar	2012 ene-mar	Variación porcentual 2012/2011
	1	2	3	4=3/1	5	6	7=6/5
<b>1 Recursos totales</b>	377.085	<b>-1,1</b>	386.911	2,6	88.702	85.783	<b>-3,3</b>
Recursos corrientes	378.391	<b>-0,8</b>	--	--	90.829	88.796	<b>-2,2</b>
Impuestos sobre producción e importaciones	104.971	<b>-3,4</b>	104.455	<b>-0,5</b>	28.659	26.863	<b>-6,3</b>
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	101.610	1,9	112.982	11,2	20.812	21.445	3,0
Cotizaciones sociales	139.868	<b>-0,2</b>	140.695	0,6	34.166	33.299	<b>-2,5</b>
Otros recursos corrientes	31.942	<b>-2,4</b>	--	--	7.192	7.189	<b>-0,0</b>
Recursos de capital	<b>-1.306</b>	--	--	--	<b>-2.127</b>	<b>-3.013</b>	<b>-41,7</b>
<b>2 Empleos totales</b>	468.505	<b>-2,3</b>	443.402	<b>-5,4</b>	103.188	100.429	<b>-2,7</b>
Empleos corrientes	429.216	0,5	--	--	93.830	94.380	0,6
Remuneración de asalariados	122.926	<b>-1,5</b>	116.180	<b>-5,5</b>	26.862	26.617	<b>-0,9</b>
Otros gastos en consumo final (a)	88.315	<b>-3,3</b>	77.808	<b>-11,9</b>	18.329	16.364	<b>-10,7</b>
Prestaciones sociales (no en especie)	163.486	1,6	169.473	3,7	35.570	37.073	4,2
Intereses efectivos pagados	25.867	28,6	33.042	27,7	6.010	7.240	20,5
Subvenciones	11.325	<b>-6,8</b>	9.593	<b>-15,3</b>	2.388	2.247	<b>-5,9</b>
Otros empleos y transferencias corrientes	17.297	<b>-1,8</b>	--	--	4.671	4.839	3,6
Empleos de capital	39.289	<b>-25,4</b>	--	--	9.358	6.049	<b>-35,4</b>
Formación bruta de capital	28.700	<b>-30,3</b>	18.120	<b>-36,9</b>	7.824	5.065	<b>-35,3</b>
Otros gastos de capital (b)	10.589	<b>-7,6</b>	--	--	1.534	984	<b>-35,9</b>
<b>3 Cap. (+) o nec. (-) de finan. (3 = 1 - 2)</b>	<b>-91.420</b>	6,9	<b>-56.491</b>	38,2	<b>-14.486</b>	<b>-14.646</b>	<b>-1,1</b>
(En porcentaje del PIB nominal)	<b>-8,5</b>		<b>-5,3</b>		<b>-5,5</b>	<b>-5,6</b>	
PRO MEMORIA							
Saldo primario	<b>-65.553</b>	16,1	<b>-23.449</b>	64,2	<b>-8.476</b>	<b>-7.406</b>	12,6
Gasto en consumo final	217.675	<b>-1,8</b>	201.449	<b>-7,5</b>	261.657	261.913	0,1

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).

En este contexto, el pasado 13 de julio el Consejo de Ministros aprobó un nuevo paquete de medidas de ajuste, que incluye la subida a partir del 1 de septiembre de los tipos normal y reducido del IVA desde el 18 % y el 8 % al 21 % y al 10 %, respectivamente; la reducción de las cotizaciones sociales en un punto porcentual en cada uno de los años 2013 y 2014; la disminución del 60 % al 50 % de la cuantía de las prestaciones por desempleo a partir del sexto mes para nuevos perceptores; la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los funcionarios de todas las AAPP en 2012; la eliminación de la desgravación fiscal por la compra de vivienda a partir de 2013; y una rebaja adicional del gasto de los ministerios. El Gobierno espera que este conjunto de medidas permita una mejora del saldo de las AAPP de 13,5 mm de euros en 2012.

Estas medidas tratan de contrarrestar los riesgos de desviación con respecto al objetivo presupuestario que se han puesto de manifiesto en la primera mitad del año. En este sentido, según la última información disponible sobre la ejecución presupuestaria en términos de Contabilidad Nacional, el conjunto del sector AAPP registró en el primer trimestre de 2012 un déficit de 14,6 mm de euros, cifra que es ligeramente superior a la registrada en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). En términos acumulados de cuatro trimestres, el déficit público apenas mejoró, pues se situó en el 8,5 % del PIB, frente al 8,9 % de 2011. La evolución en el primer trimestre del año estuvo especialmente condicionada por la debilidad de la recaudación: los ingresos totales se redujeron en ese período

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación		
					2011 ene-may	2012 ene-may	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 Ingresos no financieros	117.965	-0,4	119.883	1,6	49.398	31.581	-36,1
Cotizaciones sociales	106.229	-0,4	107.725	1,4	44.047	26.174	-40,6
Transferencias corrientes	8.337	-3,9	8.930	7,1	4.029	4.475	11,1
Otros ingresos	3.399	8,0	3.228	-5,0	1.322	932	-29,5
2 Pagos no financieros	118.495	2,2	119.882	1,2	41.850	25.425	-39,2
Personal	2.357	-2,1	2.358	0,0	916	505	-44,9
Compras	1.560	-8,8	1.541	-1,2	602	289	-51,9
Transferencias corrientes	114.304	2,5	115.683	1,2	40.281	24.611	-38,9
Pensiones contributivas	99.528	4,0	101.954	2,4	35.271	22.018	-37,6
Incapacidad temporal	6.295	-8,0	5.799	-7,9	1.614	593	-63,2
Resto	8.481	-5,4	7.930	-6,5	3.396	2.000	-41,1
Otros gastos	274	-24,6	300	9,4	50	20	-60,2
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-530	—	1	—	7.548	6.156	—

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

en un 3,3 % en tasa interanual, frente a la previsión oficial de crecimiento del 2,6 % en el conjunto del año establecida en el Programa de Estabilidad. Por su parte, el gasto público disminuyó un 2,7 %, gracias a los descensos significativos de los gastos de capital y de los gastos en consumo final no salariales.

En relación con el segundo trimestre de 2012, solo se dispone de información parcial referida a los meses de abril y mayo, que comprende, para el conjunto de AAPP, la relativa a los impuestos compartidos por el Estado y las Administraciones Territoriales; y para el Estado y la Seguridad Social, la referida a la ejecución presupuestaria (véanse cuadros 5 y 6). Por el lado de los impuestos compartidos, son destacables las tasas negativas que presenta la recaudación por IVA y por impuestos especiales, en contabilidad de caja, con caídas acumuladas entre enero y mayo del 10,1 % y del 2,8 %, respectivamente. El incremento de los tipos del IVA, con efectos a partir del 1 de septiembre, debería permitir que la recaudación se recupere, hasta situarse en línea con los objetivos presupuestarios. En relación con la imposición directa, la recaudación por IRPF continuó acelerándose en el segundo trimestre del año, reflejando el impacto de las subidas de tipos aprobadas en diciembre de 2011. Por su parte, la recaudación del impuesto de sociedades experimentó un descenso del 8 % hasta mayo, aunque, una vez corregidos algunos efectos transitorios, también debería observarse cierta recuperación en los meses siguientes. Finalmente, los ingresos por cotizaciones a la Seguridad Social continuaron mostrando una elevada atonía en términos de caja, lo que refleja la evolución de los salarios y del empleo, de manera que en el período enero-mayo presentaron una caída interanual del 1,1 %.

Por lo que respecta a los gastos, la información sobre licitación de obra pública, disponible hasta mayo, muestra una continuación del sustancial ajuste de la inversión pública. En el apartado de pagos corrientes, la información de Contabilidad Nacional

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2011/2010	2011 ene-may	2012 ene-may	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 Ingresos no financieros</b>	104.145	-18,2	119.233	14,5	44.606	45.923	3,0
Impuestos directos	53.382	-9,9	54.846	2,7	19.808	20.285	2,4
IRPF	33.545	-14,7	29.232	-12,9	14.447	15.597	8,0
Sociedades	16.611	2,5	19.564	17,8	3.883	3.572	-8,0
Otros directos (a)	3.227	-13,7	6.050	87,5	1.479	1.116	-24,6
Impuestos indirectos	34.644	-33,2	21.095	-39,1	18.949	16.707	-11,8
IVA	25.355	-34,1	13.633	-46,2	15.285	13.227	-13,5
Especiales	6.325	-38,8	4.502	-28,8	2.410	2.221	-7,9
Otros indirectos (b)	2.965	-1,2	2.960	-0,2	1.254	1.260	0,4
Otros ingresos (c)	16.118	-0,8	43.292	168,6	5.849	8.930	52,7
<b>2 Pagos no financieros</b>	151.095	-15,9	152.630	1,0	58.688	65.716	12,0
Personal	27.420	1,7	27.339	-0,3	9.998	10.139	1,4
Compras	4.319	-6,8	3.238	-25,0	1.505	1.044	-30,7
Intereses	22.204	13,1	28.876	30,0	8.757	11.555	32,0
Transferencias corrientes	79.892	-23,7	80.498	0,8	31.109	39.553	27,1
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	2.377	—	—	—	—
Inversiones reales	6.895	-21,5	5.280	-23,4	3.028	1.941	-35,9
Transferencias de capital	10.365	-30,4	5.022	-51,5	4.291	1.485	-65,4
<b>3 Saldo de caja (3 = 1 - 2)</b>	-46.950	—	-33.397	—	-14.082	-19.793	
PRO MEMORIA: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
<b>TOTAL</b>	<b>138.079</b>	<b>1,7</b>	<b>139.223</b>	<b>-10,0</b>	<b>62.898</b>	<b>60.372</b>	<b>-4,0</b>
IRPF	69.803	4,2	73.106	4,7	29.881	30.124	0,8
IVA	49.302	0,5	47.691	-3,3	25.339	22.782	-10,1
Impuestos especiales	18.974	-4,2	18.426	-2,9	7.678	7.466	-2,8

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.

referida al gasto del Estado en consumo de bienes y servicios hasta mayo indica que se había producido una profundización del ajuste, lo que también se observa en las cuentas de las CCAA del primer trimestre (véase cuadro 7). En el apartado de gasto salarial, en cambio, la información referida al Estado hasta mayo no parece encontrarse en línea con la contracción presupuestada para el conjunto del año. La eliminación de la paga extraordinaria de diciembre tendrá obviamente un efecto contractivo significativo sobre los gastos de personal en la segunda parte del año. En lo relativo a las prestaciones sociales, de acuerdo con la información de caja del Sistema de la Seguridad Social y el Sistema Público de Empleo, el gasto en prestaciones contributivas mantuvo en términos acumulados hasta mayo una tasa de avance interanual cercana al 4,5 %, superior a la presupuestada para el conjunto de 2012 (2,4 %), mientras que los pagos por prestaciones por desempleo se aceleraron. Finalmente, cabe mencionar que la carga financiera del conjunto de las AAPP se vio afectada al alza en el segundo trimestre, no solo por el mantenimiento de unas necesidades de financiación elevadas por parte de todos los agentes del sector, sino también por el aumento de los costes

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación		
					2011 ene-mar	2012 ene-mar	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	126.110	-6,1	137.004	8,6	29.536	32.517	10,1
Impuestos corrientes	120.457	-5,3	129.054	7,1	28.845	31.947	10,8
Impuestos directos	39.873	35,3	38.740	-2,8	10.178	9.649	-5,2
Impuestos indirectos	46.882	39,0	50.765	8,3	11.983	11.080	-7,5
Tasas, precios y otros ingresos	4.769	-14,1	4.578	-4,0	1.087	944	-13,2
Transferencias corrientes	28.228	-51,3	34.159	21,0	5.456	10.179	86,6
Ingresos patrimoniales	705	70,7	811	15,0	140	95	-32,4
Ingresos de capital	5.653	-21,3	7.950	40,6	691	570	-17,5
Enajenación de inversiones reales	178	-38,1	1.546	769,9	52	37	-30,0
Transferencias de capital	5.475	-20,6	6.404	17,0	639	533	-16,5
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	150.211	-4,4	150.654	0,3	34.531	31.722	-8,1
Pagos corrientes	132.490	-1,7	131.187	-1,0	31.481	29.582	-6,0
Gastos de personal	57.377	-2,4	56.219	-2,0	12.719	12.583	-1,1
Gastos corrientes en bienes y servicios	27.344	-2,4	26.931	-1,5	6.867	5.994	-12,7
Gastos financieros	4.555	51,9	6.381	40,1	932	1.193	28,0
Transferencias corrientes	43.213	-4,0	41.287	-4,5	10.962	9.811	-10,5
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	369	—	—	—	—
Pagos de capital	17.721	-20,8	19.466	9,8	3.050	2.141	-29,8
Inversiones reales	7.661	-20,9	8.708	13,7	1.524	1.066	-30,0
Transferencias de capital	10.060	-20,7	10.758	6,9	1.526	1.074	-29,6
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b>	-24.101	—	-13.649	—	-4.995	795	—

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

de financiación. La única información disponible en términos de Contabilidad Nacional es la referida al Estado, que muestra que los pagos por intereses crecieron un 18 % hasta mayo.

En resumen, los datos referidos a la ejecución presupuestaria observada en la parte transcurrida del año apuntaban a la existencia de riesgos considerables para el cumplimiento de los objetivos presupuestarios fijados para el conjunto de 2012, derivados, en particular, de la debilidad de los ingresos públicos, si bien estos riesgos han sido afrontados con la aprobación en julio de las importantes medidas adoptadas. En todo caso, el cumplimiento de los objetivos requerirá una ejecución muy estricta por parte de todos los niveles de las AAPP de sus presupuestos y planes de ajuste.

#### 4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

El proceso de corrección del desequilibrio exterior de la economía española ha proseguido en la primera parte del año. En concreto, en el primer cuatrimestre de 2012 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 15,1 mm de euros, un 16 % inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 8). Esta mejora se explica fundamentalmente por la disminución del saldo negativo de la balanza comercial y la ampliación del superávit de la de servicios, que compensaron el deterioro de los saldos de rentas y transferencias corrientes. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital se redujo en estos primeros meses del año.



Millones de euros

		Enero-abril		Tasa de variación
		2011	2012	2012/2011(b)
Ingresos	Cuenta corriente	116.831	121.208	3,7
	Mercancías	72.715	74.897	3,0
	Servicios	28.302	30.047	6,2
	Turismo	10.418	10.340	-0,7
	Otros servicios	17.885	19.707	10,2
	Rentas	11.324	11.158	-1,5
	Transferencias corrientes	4.489	5.106	13,8
	Cuenta de capital	2.259	1.391	-38,4
	Cuentas corriente + capital	119.089	122.599	2,9
Pagos	Cuenta corriente	136.661	137.330	0,5
	Mercancías	87.265	86.757	-0,6
	Servicios	21.768	21.500	-1,2
	Turismo	3.527	3.389	-3,9
	Otros servicios	18.242	18.111	-0,7
	Rentas	18.551	19.168	3,3
	Transferencias corrientes	9.078	9.906	9,1
	Cuenta de capital	412	391	-4,9
	Cuentas corriente + capital	137.073	137.722	0,5
Saldos	Cuenta corriente	-19.831	-16.123	3.708
	Mercancías	-14.549	-11.860	2.689
	Servicios	6.534	8.547	2.013
	Turismo	6.891	6.951	60
	Otros servicios	-357	1.596	1.953
	Rentas	-7.227	-8.010	-783
	Transferencias corrientes	-4.589	-4.800	-211
	Cuenta de capital	1.847	1.000	-847
	Cuentas corriente + capital	-17.984	-15.123	2.861

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

El déficit de la balanza comercial se redujo un 18,5 % en el primer cuatrimestre de 2012, hasta situarse en 11,9 mm de euros, lo que se debió a la mejoría del saldo del componente no energético, que, según los datos de Aduanas, registró un superávit, compensando con creces el incremento de la factura energética. Además, aumentó el saldo positivo de la balanza de servicios, que ascendió a 8,5 mm de euros, un 31 % por encima del acumulado en los cuatro primeros meses de 2011, gracias al mejor comportamiento de los servicios no turísticos, cuyo saldo pasó a obtener superávit, y a la ampliación del saldo positivo del turismo. Por el contrario, el déficit de la balanza de rentas se amplió hasta 8 mm de euros, por el aumento de los pagos netos de intereses, mientras que el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó ligeramente, situándose en 4,8 mm de euros.

## 5.1 Rasgos más destacados

Tras la situación de cierta estabilidad que mantuvieron los mercados financieros a lo largo de los tres primeros meses de 2012, en el segundo trimestre se ha dado paso, especialmente a partir de mayo, a una situación de fuertes tensiones, que se ha plasmado en repuntes en las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes y en retrocesos en los índices bursátiles. Esta evolución ha venido acompañada, además, de rebajas en las calificaciones crediticias de la deuda pública y privada (y, en especial, de la de las instituciones financieras). Al agravamiento de las tensiones han contribuido diversos factores, entre los que cabe destacar la incertidumbre política en Grecia y, con respecto a España, la preocupación de los inversores sobre la evolución de las finanzas públicas y la situación del sistema financiero. En este contexto, el pasado 9 de junio el Gobierno español anunció su intención de solicitar asistencia financiera a las instituciones europeas con el fin de recapitalizar las entidades bancarias más débiles, y el día 21 del mismo mes se publicaron los informes de dos consultoras independientes, encargados por las autoridades españolas, en los que se estimaron unas necesidades de capital del sistema bancario español en un escenario macroeconómico adverso de entre 51 mm y 62 mm de euros. La solicitud de asistencia, que se formalizó el día 25, cuenta con el respaldo del Eurogrupo, que ha acordado la concesión de fondos por un importe de hasta 100 mm de euros. Una vez se haya establecido un mecanismo único de supervisión bancaria, para lo que se dieron pasos importantes en la reunión del Consejo Europeo del pasado 29 de junio (véase recuadro 2), los fondos se podrán otorgar directamente a las entidades bancarias que los necesiten, sin necesidad de que se canalicen a través del Estado español. Entre tanto, serán canalizados a través del FROB. Ya en este mes, por otra parte, el Gobierno español ha adoptado un conjunto amplio de medidas encaminadas a garantizar el cumplimiento de sus compromisos en materia fiscal, y el BCE ha rebajado 25 pb, hasta el 0,75 %, el tipo oficial de intervención. A pesar de estos desarrollos y del resultado de las elecciones griegas (en las que los partidos favorables a respetar los acuerdos del programa de asistencia financiera a ese país obtuvieron mayoría), las tensiones continúan marcando el comportamiento de los mercados financieros en la fecha de cierre de este artículo.

En los mercados secundarios de renta fija la rentabilidad de la deuda pública española y su diferencial con respecto a la alemana aumentaron. Así, los tipos de interés de los bonos a diez años ascendieron respecto al cierre de marzo 113 pb, hasta situarse en el 6,55 %, habiendo alcanzado puntualmente valores cercanos al 7,2 %, el registro más alto desde el inicio de la UEM. El diferencial frente a la deuda alemana al mismo plazo también se elevó, llegando a rebasar los 570 pb a mediados de junio, y descendiendo posteriormente, quedando situado en 495 pb a finales de dicho mes (véase gráfico 23). También aumentaron las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por el sector privado, tanto de las empresas financieras como de las no financieras. En las bolsas, el IBEX 35 descendió un 16,4 % durante el mismo período, frente al retroceso del 11,3 % del EUROSTOXX 50 y del 3,6 % del S&P 500. En el mercado interbancario, los tipos de interés continuaron reduciéndose en todos los plazos. En el caso del euríbor a un año, la disminución fue de 20 pb, al tiempo que el diferencial con el *eurepo* (coste de las operaciones con colateral) al mismo plazo, se situó en 110 pb, frente a los 125 pb de finales del trimestre anterior, lo que evidencia que las tensiones no han afectado en este trimestre a dichos mercados.

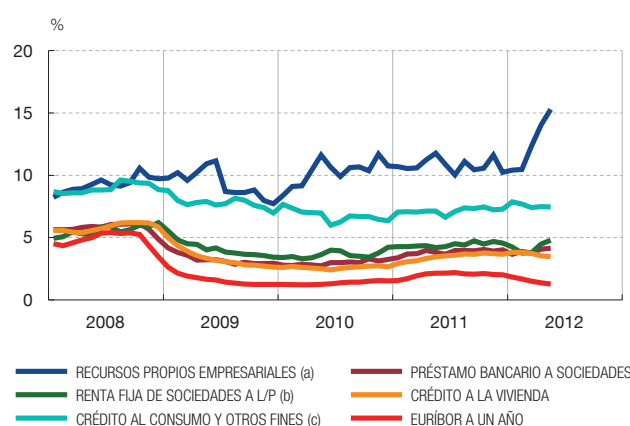
## ÍNDICES BURSÁTILES



## 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, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.
- d Base 2001 hasta diciembre de 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

En la parte transcurrida de julio se han mantenido las tensiones financieras, lo que se ha traducido en una volatilidad elevada de la rentabilidad de la deuda pública a diez años y su diferencial con el bono alemán al mismo plazo, que se situaban en la fecha de cierre de este Informe<sup>5</sup> en niveles por encima de los registrados a finales de junio (en torno al 7 % y los 575 pb, respectivamente). En los mercados bursátiles, por su parte, mientras que el IBEX 35 ha registrado un retroceso del 7,2 %, el EUROSTOXX 50 y el S&P 500 han experimentado ligeros avances, del 0,9 % y del 0,8 %, respectivamente.

En el mercado inmobiliario, según los datos más recientes publicados por el Ministerio de Fomento, el descenso del precio de la vivienda libre se prolongó durante el segundo trimestre de 2012. Así, la tasa de disminución interanual se situó en junio en el 8,3 %, frente al 7,2 % de marzo (véase gráfico 23). En términos intertrimestrales, sin embargo, el retroceso registrado al cierre del mes de junio (2,6 %) fue ligeramente inferior al del trimestre anterior (3,1 %).

<sup>5</sup> 18 de julio.

La última información disponible sobre la evolución de los costes de financiación del sector privado, correspondiente al mes de mayo, muestra que la disminución reciente de las rentabilidades interbancarias ha seguido sin trasladarse a los tipos de interés de los préstamos a los hogares y las sociedades. Estos aumentaron con respecto a marzo, excepto en el caso del asociado de los fondos para adquisición de vivienda, lo que se refleja en un incremento de los diferenciales con respecto a las rentabilidades de mercado que tradicionalmente han servido de referencia. La evidencia disponible apunta a que las tensiones financieras habrían favorecido la elevación de dichos diferenciales en los últimos trimestres, al resultar en un encarecimiento de la obtención de fondos de las entidades (véase recuadro 5). La continuada incertidumbre y sus efectos negativos sobre la calidad crediticia de los potenciales prestatarios también pueden ayudar a explicar este comportamiento de los diferenciales de los tipos bancarios.

En este contexto, el sector privado ha continuado reduciendo su deuda. La información más reciente disponible, correspondiente al mes de mayo, muestra un descenso de los pasivos de las familias (2,8 %) similar al de finales del primer trimestre, resultado del mayor retroceso del crédito para adquisición de vivienda y de la moderación de la caída del destinado a consumo y otros fines. En el caso de las sociedades, el ritmo de caída se intensificó ligeramente con respecto a marzo, alcanzando el 1,7 %. Por instrumentos, la disminución de los préstamos bancarios fue del 4,2 %, mientras que el ritmo de avance de los valores de renta fija se redujo hasta situarse en el 7,2 %. En términos intertrimestrales anualizados también se observan cifras negativas en las tasas de crecimiento de los pasivos exigibles de los hogares y de las empresas no financieras, algo superiores, en valor absoluto, a las de marzo. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al primer trimestre de 2012, 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 la continuación del proceso de desapalancamiento de ambos sectores en el primer trimestre de 2012. El retroceso en las ratios de endeudamiento no se reflejó en un descenso paralelo de la carga financiera asociada, que apenas varió debido al ascenso del coste medio de la deuda de ambos sectores. En el caso de las familias, se registró, además, una caída del patrimonio neto, que resultó, fundamentalmente, del descenso de la riqueza inmobiliaria (la financiera apenas varió). Por su parte, para la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa un deterioro de sus rentas en los primeros tres meses de 2012, derivado, sobre todo, de la caída de su actividad y de sus ingresos financieros. Así, el resultado ordinario neto de estas sociedades disminuyó un 41 % en este período en relación con los mismos meses del año anterior.

El volumen de créditos dudosos ha continuado creciendo desde marzo, 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 mayo en el 8,95 %, 0,59 pp por encima del primer trimestre.

En el caso de las AAPP, la tasa de crecimiento interanual de la deuda se incrementó 1,1 pp entre marzo y mayo, hasta alcanzar el 14,3 %. Por instrumentos, se mantuvo un elevado dinamismo de la financiación obtenida mediante valores a largo plazo y préstamos. En contraposición, se intensificó la caída de la canalizada a través de títulos con vencimiento a corto plazo. El desglose por tenedores muestra que en mayo las entidades de crédito redujeron sus tenencias de títulos emitidos por el Estado por segundo mes consecutivo. Por el contrario, el resto de instituciones financieras y los no residentes realizaron una adquisición neta positiva de estos activos, aunque por un importe moderado. La expansión de los pasivos de las

Desde 2010, el coste de financiación de las entidades de crédito se ha elevado de forma notable, en parte a raíz de la crisis de deuda soberana del área del euro. En línea con dicho ascenso, estas instituciones financieras han incrementado los tipos de interés que aplican en las operaciones crediticias con empresas y familias.

Como puede observarse en los cuatro primeros paneles del gráfico adjunto, los tipos de interés variables aplicados en las nuevas operaciones crediticias con hogares y sociedades no financieras<sup>1</sup> han presentado una senda ascendente desde mediados de 2010. Esta ha sido más acusada en aquellas modalidades que llevan aparejado un nivel de riesgo más elevado (consumo y otros fines y, en el caso de las empresas, préstamos de importe inferior al millón de euros, más próximos seguramente a pymes que a grandes empresas). Estos segmentos han sido también los que, en comparación con la UEM, muestran un incremento acumulado en el coste de la financiación bancaria más marcado. Así, la elevación del tipo de interés de los préstamos para consumo y otros fines y de los concedidos a empresas por importe de hasta un millón de euros ha sido de en torno a 1 punto porcentual (pp) y 80 puntos básicos (pb), respectivamente, mayor en nuestro país. En los otros dos casos, el incremento también ha sido superior en España, pero en menor cuantía (33 pb en el caso de los fondos destinados a la compra de vivienda y 66 pb en el de los concedidos a las sociedades por un importe mayor de un millón de euros). Asimismo, en estos paneles del gráfico se observa que los diferenciales con respecto a las rentabilidades de mercado de referencia en cada uno de los segmentos analizados ha aumentado desde comienzos de 2009, en un contexto de deterioro económico, que incrementa el riesgo asociado a la concesión de préstamos, y de tensiones en los mercados financieros.

Para tratar de aproximar cuál es el impacto que han tenido las tensiones derivadas de la crisis de la deuda soberana sobre los tipos de interés bancarios en España se han estimado ecuaciones en las que estos se explican en función de sus determinantes habituales. En la especificación se incluye, por tanto, el euríbor (a tres o doce meses), que constituye la referencia habitual en las operaciones crediticias, y sobre el cual las entidades aplican un diferencial que, en condiciones normales, varía dependiendo de la finalidad y del importe del crédito (y, por tanto, del riesgo asociado a su concesión). Es probable, sin embargo, que en un marco de crecientes tensiones, que tienen efectos directos sobre los costes de financiación de las entidades, ese diferencial pueda responder

a otros factores vinculados al origen de esas tensiones. Para capturar ese impacto en las ecuaciones se ha añadido como variable explicativa la diferencia entre la rentabilidad de la deuda pública española a diez años y la alemana al mismo plazo. De acuerdo con los resultados obtenidos, esta variable tiene un impacto positivo y significativo sobre los tipos de interés aplicados por las entidades en las nuevas operaciones crediticias. En concreto, en el caso de los tipos de interés asociados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a las sociedades no financieras, se estima que un aumento de 1 pp en dicho diferencial resulta en el largo plazo en un ascenso de 23 pb en el primero y de 33 pb en el segundo. Parte de este impacto podría, no obstante, estar asociado al deterioro en la situación económica en este período, que ha contribuido, a su vez, al incremento en la prima de riesgo de la deuda pública española en el período de tensiones en los mercados financieros del área del euro<sup>2</sup>.

En los paneles 5 y 6 del gráfico se muestra la contribución, de acuerdo con las ecuaciones estimadas, de las distintas variables explicativas a la evolución de los tipos de interés aplicados en los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a las sociedades no financieras. Como puede observarse, el grueso de las variaciones en los tipos bancarios se explica por los movimientos en la rentabilidad de mercado de referencia correspondiente (el euríbor a un año en el caso de los préstamos para compra de inmuebles y el euríbor a tres meses en el de los créditos a empresas). Asimismo, se observa que desde mediados de 2010 el diferencial entre la deuda pública a diez años y la alemana al mismo plazo ha desempeñado un papel creciente a la hora de explicar la evolución del coste de la financiación bancaria en ambos casos, y algo mayor en segundo.

En resumen, la evidencia disponible apunta a que las tensiones financieras habrían llevado a las entidades a aumentar los tipos de interés que aplican en la concesión de préstamos bancarios, en un contexto en el que estas se han enfrentado a un encarecimiento en la obtención de fondos. Dichas tensiones habrían desempeñado un papel creciente desde mediados de 2010 a la hora de explicar la evolución del coste de la financiación bancaria, aunque cuantificar la magnitud de este impacto, aislándolo del derivado del deterioro económico registrado en los últimos años, resulta complejo.

1 Los préstamos a tipo de interés variable constituyen el grueso de la financiación otorgada a empresas y familias (en promedio, desde comienzos de 2010, un 73 % de la financiación concedida a los hogares y un 92 % de la otorgada a las sociedades).

2 Cuando en la especificación utilizada para explicar la evolución de los tipos de interés se añaden a la vez el diferencial entre la rentabilidad de la deuda pública española y alemana y otra variable relacionada con el ciclo económico como la tasa de paro, ambas variables no resultan significativas simultáneamente, por lo que esta última se ha excluido de la ecuación estimada. Es probable que parte del impacto que se estima asociado a las tensiones financieras esté recogiendo el derivado del deterioro en la situación económica.

1 CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA (a)



2 CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES (a)



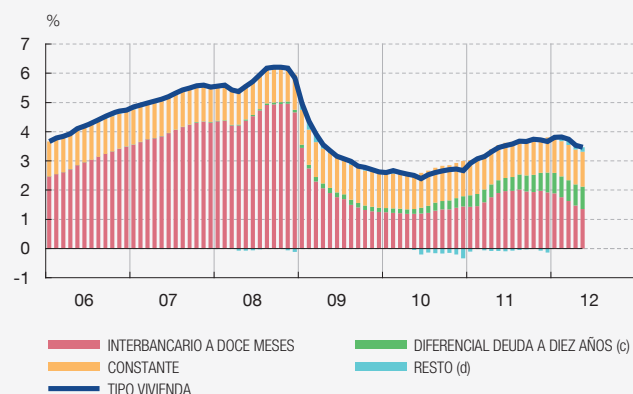
3 CRÉDITO A SOCIEDADES POR UNA CUANTÍA INFERIOR AL MILLÓN DE EUROS (a)



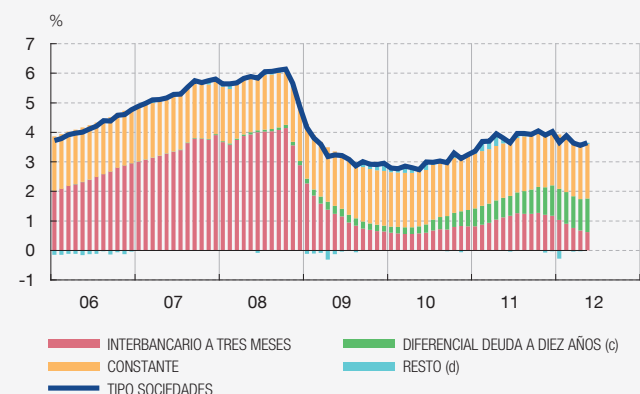
4 CRÉDITO A SOCIEDADES POR UNA CUANTÍA SUPERIOR AL MILLÓN DE EUROS (a)



5 CRÉDITO A HOGARES VIVIENDA. CONTRIBUCIONES DE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS



6 CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES DE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS



FUENTE: Banco de España.

- a Créditos con tipo variable y hasta un año de fijación del tipo inicial.  
 b Calculado como la diferencia entre el correspondiente tipo bancario y el euríbor a un año para el crédito a hogares para adquisición de vivienda, y el euríbor a tres meses en el resto.  
 c Diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de España y Alemania.  
 d Recoge *dummies* estacionales y variables de intervención que recogen algunas rupturas en las series analizadas.

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010	2011				2012
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Economía nacional	-9,6	-9,2	-4,7	-4,0	-4,1	-3,6	-3,5	-3,4	-3,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-13,4	-6,5	5,1	4,4	4,3	4,8	4,6	3,9	3,9
Sociedades no financieras	-11,5	-6,7	-0,8	1,3	1,6	2,3	1,6	1,1	1,1
Hogares e ISFLSH	-1,9	0,2	5,9	3,1	2,7	2,4	3,0	2,8	2,8
Instituciones financieras	1,9	1,8	1,3	1,0	0,9	0,8	0,7	1,3	1,5
Administraciones Públicas	1,9	-4,5	-11,2	-9,3	-9,2	-9,2	-8,8	-8,5	-8,6
PRO MEMORIA									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-17,9	-11,4	-2,1	-2,9	-2,2	-0,7	0,0	0,8	1,4

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.

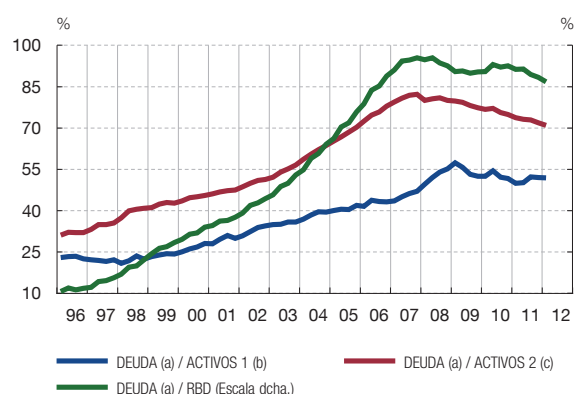
AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en nuevos aumentos en la ratio de endeudamiento y en la carga financiera, que en marzo de 2012 alcanzaron el 72,1 % y el 2,7 % del PIB, respectivamente.

Por otra parte, de acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el primer trimestre de 2012 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,2 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,2 pp menos que en diciembre (véase cuadro 9). Esta evolución resultó del leve incremento del saldo acreedor de las instituciones financieras, mientras que para el resto de sectores el saldo neto de sus operaciones financieras se mantuvo en niveles muy similares al trimestre previo. El detalle por instrumentos muestra que en los tres primeros meses del año el grueso de las entradas de capital del exterior se canalizó a través del incremento del saldo deudor intrasistema del Banco de España, mientras que, en contraposición, se redujo sustancialmente el saldo deudor neto de las entidades de crédito en el mercado interbancario. Estos desarrollos reflejan, en parte, el resultado de la segunda subasta extraordinaria de liquidez a tres años del BCE, realizada a finales de febrero, en la que las entidades residentes captaron un volumen elevado de recursos con el fin de aumentar sus activos líquidos. Estos recursos se utilizaron, parcialmente, para reemplazar otras fuentes de financiación como, en particular, la interbancaria (incluyendo la canalizada a través de cámaras de contrapartida central). Asimismo, durante este período volvió a observarse una desinversión de los no residentes en títulos de renta fija emitidos por las instituciones financieras y las AAPP, que también se compensó mediante el aumento del saldo deudor intrasistema del Banco de España.

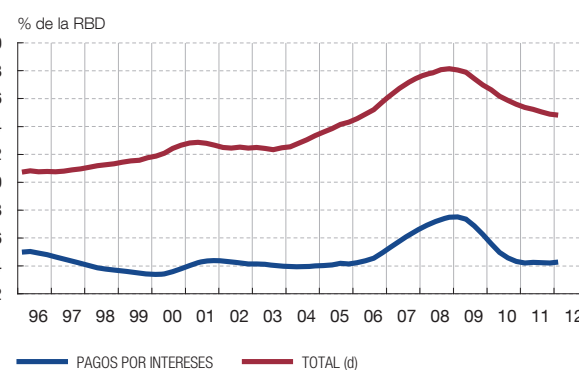
En resumen, la economía española se enfrenta a un problema de confianza, que se refleja en importantes dificultades de financiación en los mercados financieros internacionales. Este endurecimiento se está trasladando a las condiciones crediticias aplicadas en la concesión de préstamos a hogares y sociedades. En este contexto, recuperar la confianza de los inversores internacionales en nuestra economía resulta crucial para que el necesario despalancamiento agregado de los distintos sectores institucionales sea compatible con la disponibilidad de fondos para proyectos solventes y no suponga un obstáculo para la recuperación económica.



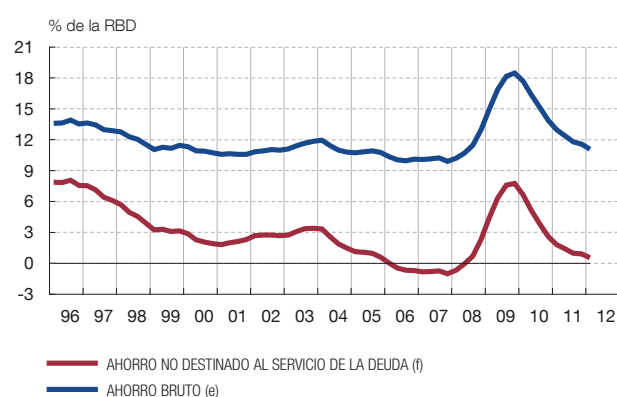
## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



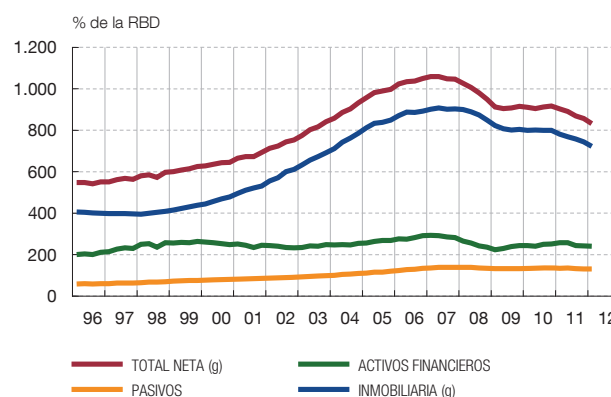
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA



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

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

## 5.2 El sector hogares

Entre marzo y mayo, el tipo de interés del crédito a los hogares para adquisición de vivienda disminuyó 27 pb, hasta alcanzar el 3,5 %, mientras que el coste de la financiación para consumo y otros fines aumentó 5 pb, de forma que se situó en el 7,5 %.

La deuda de las familias siguió descendiendo. Así, su ritmo de contracción interanual fue del 2,8 % en mayo, registro similar al de finales del primer trimestre. Al analizar su evolución de acuerdo con la finalidad de los préstamos, se observa que, mientras que el ritmo de descenso de los créditos para la compra de inmuebles se intensificó, alcanzando el 2,4 %, 0,4 pp superior al del primer trimestre, el retroceso del crédito para consumo y otros fines se moderó algo en términos interanuales, pasando del 5,3 % al 4,2 % en este mismo período.

La reducción de los pasivos de las familias permitió que, a pesar del estancamiento de los ingresos, la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) de sector se redujese en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 24). Como resultado, los desembolsos derivados de la devolución del principal de las deudas cayeron. Sin embargo, los pagos por intereses se elevaron ligeramente, de forma que la carga financiera apenas varió. Por su parte,

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

**CUADRO 10**

Porcentaje del PIB

	2008	2009	2010	2011		2012
				III TR	IV TR	I TR
<b>Hogares e ISFLSH</b>						
Operaciones financieras (activos)	2,4	4,6	3,0	1,9	1,9	1,5
Medios de pago	-0,4	4,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	6,3	-0,8	2,8	2,0	1,4	0,6
Acciones y otras participaciones (b)	0,1	1,1	0,8	0,3	0,2	0,3
Fondos de inversión	-3,5	-0,1	-1,7	-0,7	-0,4	-0,2
Reservas técnicas de seguros	0,5	0,8	0,5	0,3	0,4	0,4
<i>De las cuales:</i>						
De vida	0,3	0,6	0,1	0,3	0,5	0,4
De jubilación	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,0
Resto	-0,6	-0,6	1,0	0,1	0,3	0,8
Operaciones financieras (pasivos)	2,1	-1,3	-0,1	-1,2	-0,9	-1,2
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	3,4	-0,5	0,0	-1,4	-2,0	-2,3
Créditos para adquisición de vivienda (c)	2,7	0,1	0,5	-0,5	-1,1	-1,2
Créditos para consumo y otros fines (c)	0,8	-0,4	-0,3	-0,8	-0,9	-1,0
Resto	-1,3	-0,8	-0,1	0,2	1,1	1,0
<b>Sociedades no financieras</b>						
Operaciones financieras (activos)	-1,2	-9,8	6,8	2,0	-0,5	-0,8
Medios de pago	-1,1	-0,4	0,1	-0,7	-0,7	-1,2
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,2	-0,8	2,0	1,6	0,9	1,4
Acciones y otras participaciones	3,7	0,5	3,7	0,9	0,0	-0,3
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	3,5	0,2	3,0	0,6	-0,2	-0,7
Crédito comercial e interempresas	-6,6	-9,4	0,8	-0,4	-1,6	-1,8
Resto	0,6	0,3	0,2	0,5	0,9	1,1
Operaciones financieras (pasivos)	5,5	-9,0	5,5	0,4	-1,6	-1,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,5	-3,0	-1,0	-3,1	-3,5	-3,3
Préstamos exteriores	3,0	-0,1	1,0	0,9	0,5	0,7
Valores de renta fija (d)	0,3	1,3	0,5	0,5	0,5	0,7
Acciones y otras participaciones	2,4	2,5	3,3	3,5	3,0	2,3
Crédito comercial e interempresas	-6,4	-9,3	1,2	-0,7	-1,7	-1,9
Resto	0,7	-0,4	0,4	-0,7	-0,4	-0,4
<b>PRO MEMORIA: Tasas de crecimiento interanual (%)</b>						
Financiación (e)	6,6	-0,9	0,4	-1,5	-2,1	-2,0
Hogares e ISFLSH	4,4	-0,3	0,2	-1,5	-2,4	-2,7
Sociedades no financieras	8,2	-1,4	0,6	-1,5	-1,9	-1,4

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.

la tasa de ahorro bruto y, como resultado, la capacidad de ahorro del sector, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de los pasivos, volvieron a disminuir, prolongándose, de este modo, la tendencia que se viene observando desde principios de 2010. Asimismo, otro factor que contribuyó a debilitar la posición financiera de los hogares en este período fue la contracción de su riqueza neta, que se redujo como resultado, fundamentalmente, de la pérdida de valor de sus activos inmobiliarios (el correspondiente a los instrumentos financieros apenas varió). La información provisional disponible apunta a que entre marzo y junio las ratios de endeudamiento y de carga financiera del sector apenas habrían variado, mientras que el valor de su patrimonio habría descendido nuevamente.

De acuerdo con las cuentas financieras, la inversión de los hogares en activos financieros descendió 0,4 pp en el primer trimestre de 2012, hasta alcanzar en términos acumulados de doce meses el 1,5 % del PIB (véase cuadro 10). La materializada en medios de pago (efectivo y depósitos a la vista) volvió a ser negativa, por un importe equivalente al 0,4 % del PIB, 0,3 pp superior, en valor absoluto, al registrado a finales de 2011. En contraposición, en términos acumulados de doce meses, la inversión en imposiciones a plazo y valores de renta fija continuó siendo positiva (0,6 % PIB), aunque menor que en los trimestres anteriores, y también, aunque por un importe modesto, la materializada en acciones y otras participaciones.

Por último, la ratio de créditos dudosos del sector volvió a aumentar en el primer trimestre de 2012, hasta alcanzar el 3,8 %. Por finalidades, el ascenso fue más acusado en los créditos destinados al consumo y otros fines (0,5 pp, hasta un 7,4 %) que en los destinados a la adquisición de vivienda (0,2 pp, hasta el 3,1 %).

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

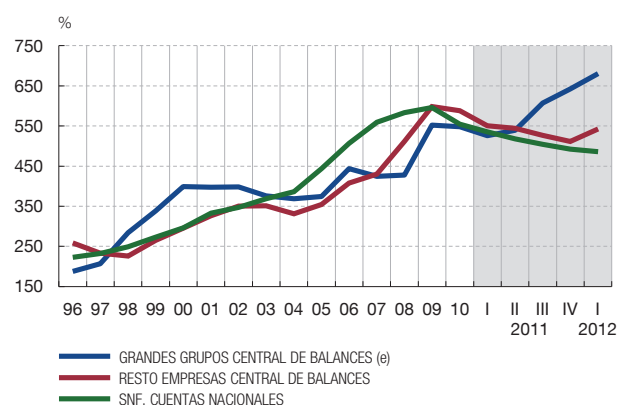
Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades mostraron, entre marzo y mayo, una evolución diferenciada en función del importe de las operaciones. Así, el coste de los préstamos de cuantía superior a un millón de euros aumentó 64 pb, hasta el 3,6 %. En cambio, el asociado a operaciones de cuantía inferior a este importe, que en los meses previos había registrado ascensos más pronunciados, solo se incrementó 8 pb, situándose en el 5,6 %. Por lo que respecta al coste de otras fuentes de financiación empresarial, el de las emisiones de renta fija a largo plazo se elevó casi 1 pp durante el mismo período, mientras que el de los títulos con vencimiento hasta un año se redujo ligeramente (6 pb). También se encareció la captación de recursos propios (casi 3 pp), en consonancia con el retroceso de las cotizaciones bursátiles registrado en estos meses.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación de las sociedades, correspondientes a mayo, muestran unos ritmos de contracción interanual algo superiores a los de dos meses antes (del 1,7 %, frente al 1,4 % de marzo). Por instrumentos, el descenso de los préstamos bancarios concedidos por las entidades de crédito residentes fue del 4,2 %, registro similar al del primer trimestre, mientras que en los valores de renta fija (vía utilizada por las empresas de mayor dimensión) el ritmo de avance se moderó 4 pp, hasta el 7,2 %. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al primer trimestre de 2012, muestra que durante este período continuó reduciéndose el saldo vivo de la financiación bancaria en la práctica totalidad de las ramas productivas. Una vez más, fue en la construcción donde se recogió el mayor retroceso interanual (12,2 %), aunque se moderó algo respecto al de trimestres anteriores. También se frenó el ritmo de caída en la industria (4,1 %) y en la rama de servicios inmobiliarios (5,3 %), mientras que en los servicios no financieros ni inmobiliarios fue algo más acusado (3,2 %).

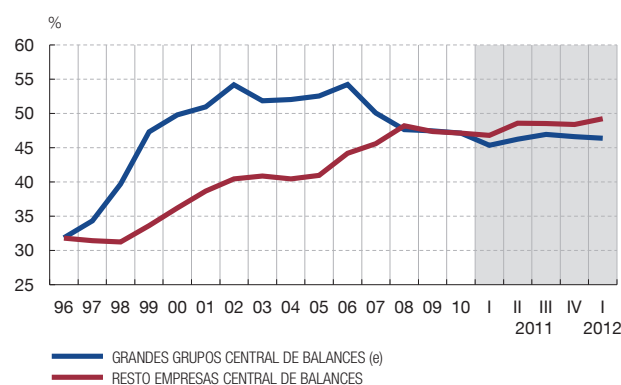
Según los datos más recientes de las cuentas financieras, correspondientes al primer trimestre de 2012, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial se mantuvo en el 1 % del PIB, en términos acumulados de doce meses. Esta evolución, unida a la reducción de sus adquisiciones en el resto del mundo, se tradujo en un aumento del indicador «brecha de financiación», que aproxima, cambiados de signo, 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 (1,4 % del PIB, positivo, frente a un 0,8 % tres meses antes).

El estancamiento intertrimestral de los pasivos de las sociedades, unido al ascenso moderado de sus rentas que recoge la Contabilidad Nacional para el primer trimestre de 2011, permitió que la ratio de endeudamiento del sector continuara disminuyendo lentamente (véase gráfico 25). El ligero ascenso en los costes medios de financiación impidió que, a

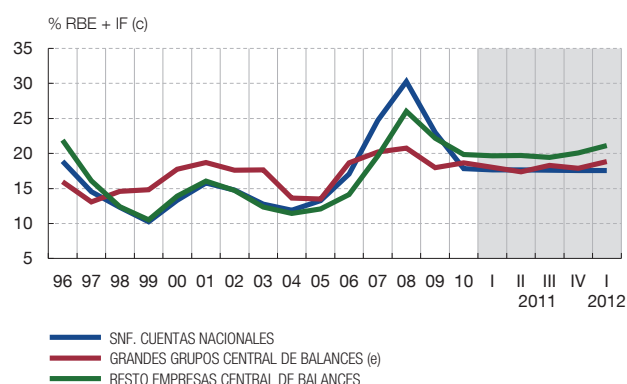
DEUDA (b) / REB + IF (c)



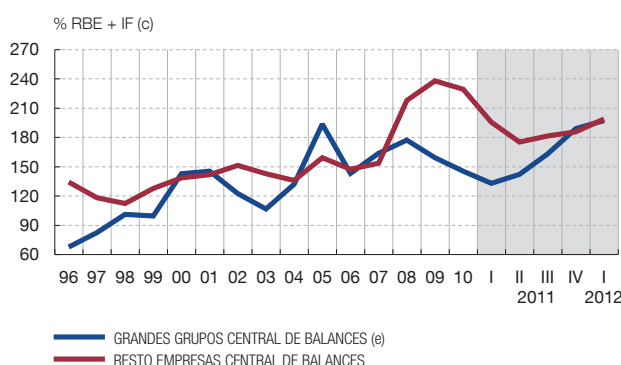
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



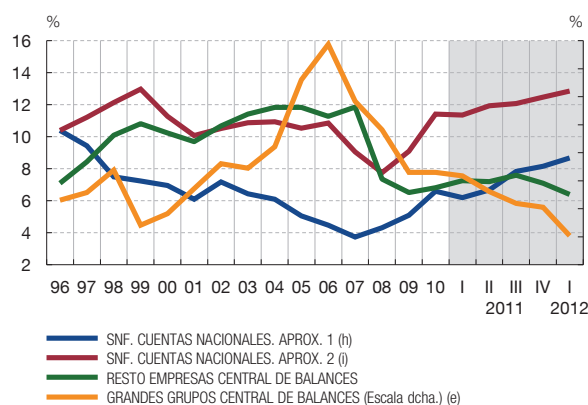
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



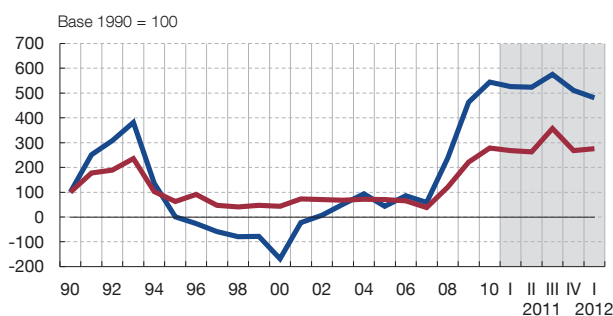
CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



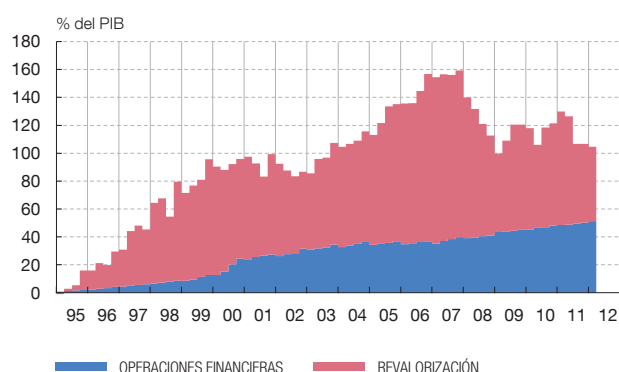
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)



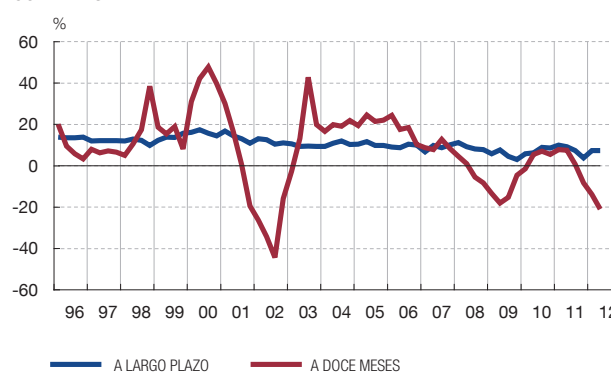
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2009 con la información de 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. Ajustado 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 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.

pesar de esta evolución, la carga financiera asociada descendiese. La información provisional disponible apunta a que entre marzo y junio se habrían prolongado estas tendencias. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, las rentas registraron un retroceso significativo en los tres primeros meses de 2012. Así, el resultado económico bruto y el resultado ordinario neto se contrajeron un 6,5 % y un 40,9 %, respectivamente, con respecto al mismo período de 2011, en un contexto de deterioro de la actividad productiva y de evolución adversa de sus ingresos financieros. El descenso de los beneficios se reflejó en un deterioro de los niveles de rentabilidad ordinaria de las empresas, tanto respecto al activo neto como en relación con los recursos propios, situándose ambas ratios en el 3,6 %, 0,6 pp y 1,3 pp menos, respectivamente, que en marzo de 2011. Este curso de los excedentes empresariales se tradujo en un repunte de las ratios de deuda y de carga financiera sobre resultados. Como resultado de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo se mantuvieron en niveles históricamente elevados, aunque descendieron algo con respecto a finales de 2011. 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 apenas variaron (véase gráfico 26).

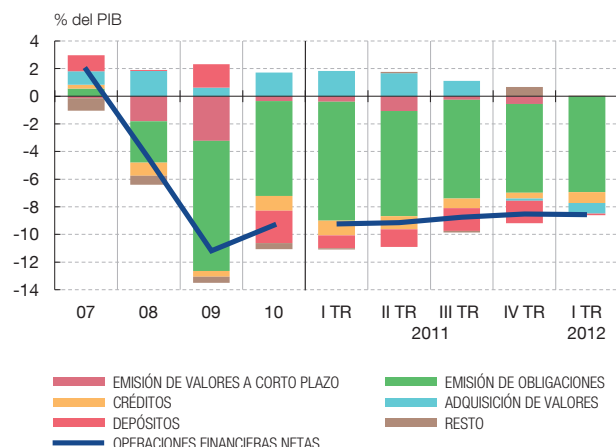
Por último, la proporción de préstamos dudosos de las sociedades no financieras continuó creciendo en el primer trimestre de 2011, y con mayor intensidad en la construcción y los servicios inmobiliarios (su ratio se incrementó 1,5 pp, hasta el 22,1 %) que en el resto de sectores, para los que el ascenso fue más moderado (0,4 pp, hasta el 5,6 %).

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

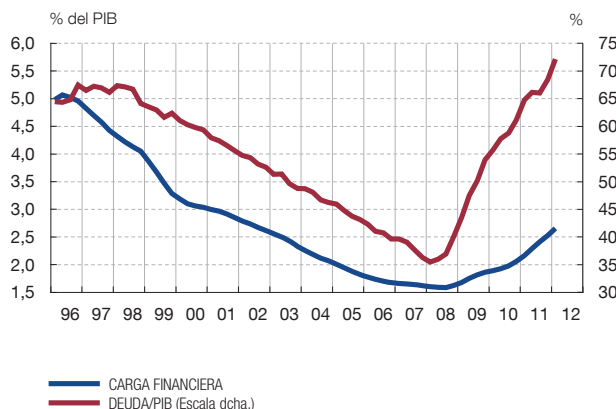
En el primer trimestre de 2012, según las cuentas financieras, las necesidades de financiación de las AAPP aumentaron ligeramente (0,1 pp del PIB, en términos acumulados de doce meses), por lo que continúan en registros elevados (8,6 % del PIB) (véase cuadro 9).

Como en trimestres anteriores, 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 6,9 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,5 pp más que en diciembre (véase gráfico 27). Por otra parte, la captación de recursos mediante valores de corto plazo se redujo 0,6 pp, hasta ser prácticamente nula, mientras que los canalizados mediante créditos aumentaron en 0,4 pp, hasta representar el 0,8 % del PIB. Por el lado del activo, descendieron,

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.

por tercer trimestre consecutivo, las tenencias netas de valores, en línea con la progresiva amortización de los activos financieros de la cartera FAAF, cuya liquidación fue aprobada en marzo. Así, la desinversión en estos instrumentos aumentó 0,6 pp, en términos acumulados de cuatro trimestres, hasta el 0,8 % del PIB. Asimismo, se redujo ligeramente el saldo de sus depósitos, pero por un importe muy modesto, equivalente al 0,1 % del PIB, muy por debajo de los porcentajes registrados en trimestres anteriores.

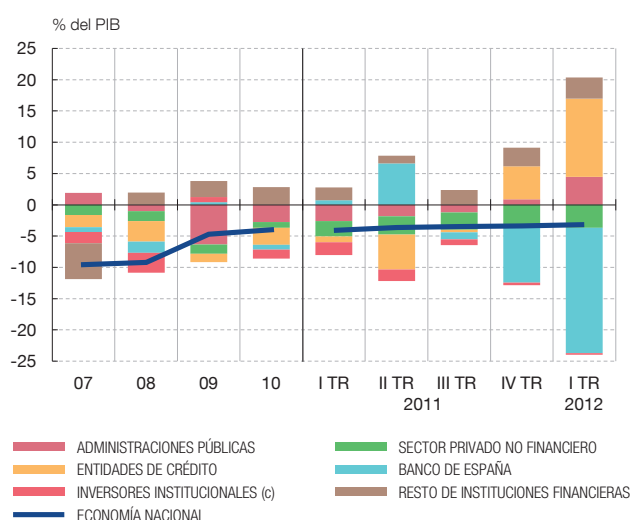
En conjunto, la tasa de crecimiento de la deuda de las AAPP aumentó 1,1 pp entre marzo y mayo, hasta alcanzar el 14,3 %, en términos interanuales. Por instrumentos, se mantuvo un elevado dinamismo de la financiación obtenida mediante valores a largo plazo (creció a una tasa interanual del 15 %, registro casi idéntico al del primer trimestre). Asimismo, aumentó la captación de recursos a través de préstamos, el grueso de los cuales se ha utilizado para cubrir desembolsos asociados al programa de pago a proveedores con facturas pendientes de cobro con el sector público. En contraposición, se intensificó la caída de la canalizada a través de títulos con vencimiento a corto plazo, que alcanzó el 15,2 %. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en nuevos aumentos de la ratio de endeudamiento y de la carga financiera del sector, que en marzo se situaban en el 72,1 % y el 2,7 % del PIB, respectivamente.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

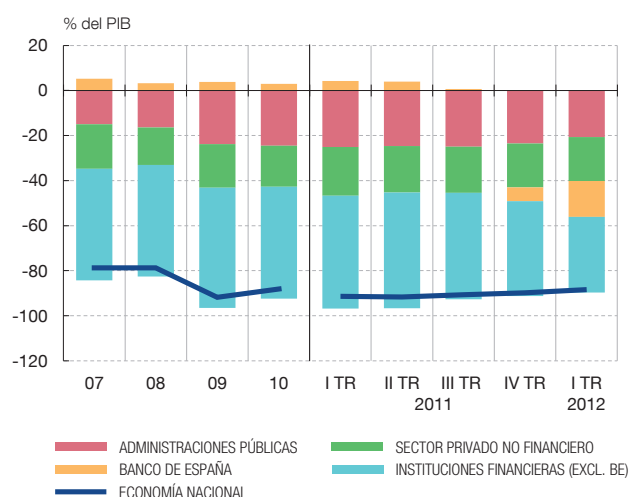
De acuerdo con las cuentas financieras, en el primer trimestre de 2012 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,2 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,2 pp menos que en diciembre (véase cuadro 9). Esta evolución resultó del leve incremento del saldo acreedor de las instituciones financieras, del mantenimiento de la capacidad de financiación de los hogares y las sociedades no financieras y de la posición deudora de las AAPP.

En el primer trimestre de 2012 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 volumen de las operaciones financieras netas del Banco de España frente al exterior fue nuevamente deudor, y por un importe muy elevado, de 104 mm, elevándose, en términos

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.

acumulados de doce meses, hasta el 20,1 % del PIB (véase gráfico 28). Como se ha mencionado, este desarrollo está en parte influido por el resultado de la segunda subasta extraordinaria de liquidez del BCE a tres años, que tuvo lugar en marzo, y en la que las entidades residentes obtuvieron un volumen cuantioso de fondos. La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a abril, refleja, no obstante, una prolongación de estas tendencias.

El detalle por instrumentos muestra, en línea con lo anterior, que en el primer trimestre de 2012 la mayor parte de la financiación externa se canalizó mediante la posición intrasistema del Banco de España. Los fondos obtenidos por esta vía ascendieron a 100 mm, lo que, en términos acumulados de doce meses, elevó el porcentaje que estas operaciones representan sobre el PIB hasta el 21 %, el doble que en diciembre (véase cuadro 11). Por el contrario, el flujo de financiación obtenido en los mercados interbancarios (tanto a través de operaciones bilaterales como, en menor medida, a través de cámaras de contrapartida central) volvió a ser negativo, por un importe equivalente al 25 % del PIB del trimestre. Asimismo, se observó nuevamente una desinversión de los no residentes en títulos de renta fija emitidos por las instituciones financieras y las AAPP. En contraposición, la captación de recursos a través de acciones y otras participaciones siguió siendo positiva, por importe equivalente al 5,3 % del PIB (el grueso del cual correspondió a instrumentos emitidos por las sociedades no financieras), aunque en términos acumulados de doce meses se redujo. Por su parte, la inversión directa del exterior en España continuó mostrando una tendencia de ligero pero progresivo descenso, hasta situarse en el 1,8 % del PIB en términos anuales, 0,2 pp menos que a finales de 2011.

La inversión de los residentes en el exterior aumentó en los tres primeros meses de 2012, hasta alcanzar el 6,8 % del PIB, y también creció en términos acumulados de doce meses hasta el 2,4 % del PIB (0,4 pp más que al cierre del año anterior). El grueso de este importe se canalizó a través de operaciones interbancarias. Por su parte, la adquisición



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

**CUADRO 11**

Porcentaje del PIB

	2008	2009	2010	2011		2012
				III TR	IV TR	I TR
Operaciones financieras netas	-9,2	-4,7	-4,0	-3,5	-3,4	-3,2
Operaciones financieras (activos)	1,8	-1,1	-2,4	2,7	2,0	2,4
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-1,3	-3,3	-1,4	1,5	0,3	0,9
De los cuales:						
Interbancario entidades de crédito	-0,5	-1,7	-1,3	0,9	0,0	0,9
Valores distintos de acciones	1,3	0,0	-7,1	-2,5	-1,2	-0,6
De los cuales:						
Entidades de crédito	1,5	1,2	-3,1	-0,1	0,1	0,3
Inversores institucionales	-0,5	-1,0	-2,6	-1,5	-1,0	-0,6
Acciones y otras participaciones	1,7	1,6	3,2	1,5	1,0	0,0
De las cuales:						
Sociedades no financieras	3,5	0,2	3,0	0,6	-0,2	-0,7
Inversores institucionales	-2,3	0,6	1,0	0,6	0,5	0,3
Préstamos	0,8	0,3	1,0	1,5	1,3	1,6
Operaciones financieras (pasivos)	10,9	3,7	1,6	6,2	5,3	5,6
Depósitos	8,0	-0,5	-0,5	4,9	8,7	14,4
De los cuales:						
Interbancario entidades de crédito (a)	6,2	0,7	-7,4	-5,4	-3,6	-4,6
Cesiones temporales entidades de crédito (b)	0,2	0,1	5,8	8,4	2,7	-1,0
Interbancario Banco de España (posición intrasistema)	1,9	-0,8	0,2	1,7	10,5	21,0
Valores distintos de acciones	-2,7	3,5	-2,0	-2,9	-6,6	-11,9
De los cuales:						
Administraciones Públicas	1,1	5,2	2,0	1,1	-0,8	-4,6
Entidades de crédito	-1,9	1,0	-1,3	-1,6	-2,8	-3,9
Otras instituciones financieras no monetarias	-1,9	-2,7	-2,6	-2,5	-3,1	-3,4
Acciones y otras participaciones	3,2	1,0	2,3	2,8	2,3	1,7
De las cuales:						
Sociedades no financieras	2,4	0,4	2,3	2,6	2,3	1,8
Préstamos	2,9	0,1	1,3	1,2	0,8	1,4
Otros neto (c)	0,2	-0,7	-1,5	-0,5	-0,4	-0,5
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	4,7	0,9	2,8	2,3	2,5	1,4
Inversión directa del exterior en España	4,8	0,7	2,9	2,2	2,0	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.

neta de valores de renta fija fue negativa, por segundo trimestre consecutivo, como resultado de una desinversión de los inversores institucionales superior a la compra realizada por el resto de sectores. En contraposición, la inversión en acciones y otras participaciones aumentó ligeramente, continuando la tendencia mostrada el trimestre anterior. Sin embargo, la inversión directa de España en el exterior se redujo, pasando a situarse en el 1,4 % del PIB en términos anuales, 1,1 pp menos que en diciembre.

Como consecuencia de los flujos financieros transfronterizos y de las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio, la posición de inversión internacional neta

deudora de la economía española frente al resto del mundo equivalía al 91,1 % del PIB en marzo de 2012, 0,5 pp menos que en diciembre. Esta ligera disminución resultó de una reducción de la posición deudora frente a los no residentes del sector financiero (excluido el Banco de España) y de las Administraciones Públicas, casi compensada por el incremento del saldo deudor que el Banco de España presentó frente al resto del mundo, mientras que el endeudamiento exterior neto del sector privado no financiero no mostró variaciones significativas.

18.7.2012.



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

## Introducción

Aunque la crisis económica que sufre España en los últimos años presenta varias dimensiones y una gran complejidad, en el sector exterior se concentran muchos de los rasgos que la caracterizan, así como los requisitos para su superación. En numerosos informes se ha analizado cómo la larga etapa de expansión que tuvo lugar desde mediados de los años noventa hasta 2007 condujo a una creciente pérdida de competitividad de la producción española, un elevado déficit exterior y un alto endeudamiento frente al resto del mundo. Aunque algunos de estos desarrollos han comenzado a corregirse, el deterioro de las expectativas impulsado por la crisis ha afectado a la percepción de la sostenibilidad de la posición exterior, lastrando la fase de ajuste y aumentando la vulnerabilidad de la economía española.

En particular, el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana ha hecho de la financiación exterior uno de los problemas cruciales de la economía española en la situación actual. El deterioro de la confianza —posiblemente, tanto en las perspectivas económicas de España como en el actual marco institucional de la zona del euro— ha detenido los flujos de refinanciación exterior de la economía, lo que se ha traducido en un elevado flujo neto de salidas en los últimos meses, que han tenido que ser cubiertas mediante un recurso creciente de las entidades de crédito a la financiación del Eurosistema.

En el ámbito europeo, a partir de este año 2012 se ha reforzado considerablemente el marco de coordinación de las políticas económicas de la UE a través del *procedimiento de desequilibrio macroeconómico*, mediante el cual no solo la política presupuestaria está sometida a una estrecha vigilancia por parte de las autoridades europeas, sino también el conjunto de la política macroeconómica nacional, con el fin de detectar la existencia de desequilibrios en ámbitos como el endeudamiento privado o el sector exterior, proponer soluciones y vigilar su aplicación [véase Matea (2012)]. Así, el pasado 14 de febrero la Comisión Europea publicó el primer *Informe del Mecanismo de Alerta* (*Alert Mechanism Report*), donde España figuraba entre los países en los que, por la gravedad de los desequilibrios acumulados, debería realizarse un posterior análisis en profundidad. El 30 de mayo, la Comisión Europea publicó ese examen exhaustivo de España (*In-Depth Review*), que concluye que los desequilibrios de la economía española son muy graves y precisan ser afrontados con urgencia. En ningún país los desequilibrios fueron calificados de *excesivos* —lo que habría supuesto que se iniciara la parte correctiva del procedimiento—, pero España fue el país, junto con Chipre, donde se evaluó que los desequilibrios eran más severos.

Esto significa que los desequilibrios económicos de España seguirán siendo objeto de un estrecho seguimiento por parte de las autoridades europeas. El desequilibrio exterior ocupará un lugar central en ese procedimiento y, en consecuencia, la evolución del saldo por cuenta corriente, el comportamiento de las exportaciones, la trayectoria de la competitividad de la producción nacional y la corrección del alto endeudamiento frente al resto del mundo serán minuciosamente examinados. El papel crucial que la mejora de la competitividad debe desempeñar en la estrategia de política económica española se ha analizado con profundidad en el capítulo monográfico del *Informe Anual, 2011* del Banco de España, mientras que la evolución de la balanza por cuenta corriente y de capital, así como de la

cuenta financiera, se ha tratado con detalle en los informes de Balanza de Pagos que se publican anualmente.

En este artículo se repasan los avances en la corrección de los desequilibrios externos en el conjunto de la fase de ajuste que se inició en 2008. En primer lugar se analiza el descenso del déficit exterior desde ese año, tratando de identificar los determinantes de esa mejora y los productos y áreas en los que la producción española se ha mostrado más competitiva. En segundo lugar se examina la financiación de la economía española en el exterior durante ese período y, finalmente, a modo de conclusión, se discuten las vías para profundizar en la corrección de los desequilibrios externos y consolidar la sostenibilidad de nuestra posición exterior.

## El ajuste del déficit exterior en el período 2007-2011

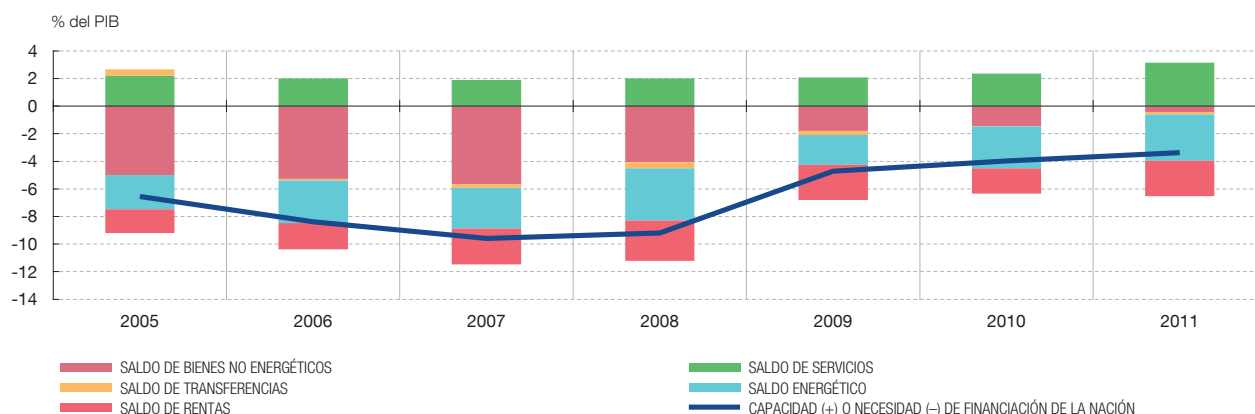
Entre 2007 y 2011 España experimentó un rápido descenso de su déficit exterior. En términos de la necesidad de financiación de la nación, el déficit se redujo en más de 6 puntos porcentuales (pp) de PIB, hasta el 3,4 % en 2011 (véase gráfico 1). El saldo de intercambios de bienes y servicios mejoró en una cuantía similar (véase cuadro 1). Esta corrección se repartió a partes casi iguales entre el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones, lo que señala que las empresas españolas aprovecharon el mantenimiento de un cierto dinamismo del comercio mundial en este período para aumentar sus ventas en el exterior, pero también que una parte de la corrección respondió al efecto del descenso de la demanda nacional —que ha sido especialmente significativo en España— sobre la demanda de importaciones<sup>1</sup>. El mantenimiento de las tendencias recientes permite prever que podría alcanzarse un saldo exterior equilibrado en un horizonte próximo.

En términos reales, esta evolución de exportaciones e importaciones de bienes y servicios representó una considerable aportación positiva a la actividad. En concreto, de 2007 a 2011 la demanda exterior neta aportó casi 8 pp al crecimiento del PIB en términos acumulados, frente a una contribución negativa de la demanda nacional al producto de casi 10 pp, de modo que el sector exterior amortiguó una parte muy relevante de ese efecto sobre las cifras finales del PIB. Además, la corrección del déficit se vio perjudicada por el deterioro de la relación real de intercambio, que disminuyó un 5 %, debido a un aumento acumulado de los precios de las importaciones que superó al deflactor de las exportaciones de bienes y servicios, y que se debió, en parte, al incremento de los precios de la energía.

Si se analiza con más detalle el saldo de la balanza de bienes, se observa que la mejora en este período fue bastante generalizada, tanto por áreas geográficas como por productos (véase cuadro 2<sup>2</sup>). Por países, la mayor parte de esa corrección tuvo lugar en los intercambios con la zona del euro, frente a la que, además, en 2011 se registró superávit, por primera vez en varias décadas. También en dicho año se alcanzó un superávit frente al resto de la UE. La mejora en el caso del resto del mundo fue más pequeña, en parte por el encarecimiento de la energía. Los mayores déficits se observaron en el caso de los países de la OPEP y de China, mientras que el saldo frente a otros países desarrollados, como Estados Unidos o Japón, se situó en 2011 próximo al equilibrio. Por componentes, el saldo exterior de intercambios de bienes de consumo

<sup>1</sup> El primer elemento tendría un componente estructural más definido, mientras que el segundo sería más cíclico.

<sup>2</sup> En los cuadros 2 y 3 se presenta información del comercio de bienes a partir de los datos que proporciona Aduanas, que pueden diferir ligeramente de la información de esas partidas que ofrece la Contabilidad Nacional y que se utiliza en otras partes del artículo (como en el cuadro 1).



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

### COMERCIO EXTERIOR DE BIENES Y SERVICIOS EN ESPAÑA % del PIB nominal

CUADRO 1

	2007	2011	Variación	Porcentaje del total del ajuste
Exportaciones	26,9	30,1	3,2	52
Bienes	18,3	20,7	2,4	40
Servicios	8,6	9,4	0,8	13
Turismo	4,0	4,0	0,0	0
Otros	4,6	5,4	0,8	13
Importaciones	33,6	30,7	-2,9	48
Bienes	26,9	24,5	-2,4	40
Servicios	6,7	6,2	-0,5	8
Turismo	1,1	1,0	-0,2	3
Otros	5,6	5,3	-0,3	5
Saldo	-6,7	-0,6	6,1	100
Bienes	-8,6	-3,7	4,9	79
Servicios	1,9	3,2	1,3	21
Turismo	2,9	3,1	0,2	3
Otros	-1,0	0,1	1,1	17

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

y de bienes de equipo presentó superávit en 2011, pero mantuvo un déficit sustancial en bienes intermedios<sup>3</sup>. En todo caso, en las tres categorías se observó una mejora del saldo comercial en los últimos años.

La evolución del déficit energético merece algo más de atención, dados su volumen y su persistencia, debida a la fuerte dependencia de la economía española de las importaciones netas de energía. En esta fase de ajuste, el déficit energético ha mostrado diversos altibajos, en respuesta a la volatilidad del precio del petróleo, pero ha dominado una tendencia alcista, que ha situado ese desequilibrio en el 3,8 % del PIB en 2011, frente al 3,2 % observado en 2007. La magnitud de este déficit es superior a la de otros países europeos

<sup>3</sup> Si se evalúa conjuntamente, la mejora del saldo en términos de los bienes de consumo y de equipo explicó casi dos terceras partes de la reducción del déficit comercial, porcentaje que es aproximadamente el doble del peso que representan esos artículos en el comercio de bienes en España.

	2007	2011	Variación	Porcentaje total del ajuste
Saldo comercial	-9,4	-4,3	5,1	100
Zona del euro	-3,5	0,2	3,7	72
<i>Del que:</i>				
<i>Francia</i>	0,0	0,9	1,0	
<i>Alemania</i>	-2,2	-0,8	1,3	
<i>Italia</i>	-0,8	0,0	0,8	
<i>Portugal</i>	0,6	0,6	0,0	
<i>Otros</i>	-1,1	-0,6	0,5	
Resto de la UE	-0,2	0,2	0,4	7
Reino Unido	0,0	0,3	0,3	
Otros	-0,2	-0,1	0,1	
Resto del mundo	-5,7	-4,7	1,0	20
<i>Del que:</i>				
<i>Estados Unidos</i>	-0,2	-0,2	0,0	
<i>Japón</i>	-0,4	-0,1	0,3	
<i>China</i>	-1,6	-1,4	0,2	
<i>Latinoamérica</i>	-0,4	-0,6	-0,2	
<i>OPEP</i>	-1,5	-1,8	-0,2	
<i>Otros</i>	-1,6	-0,6	1,0	
Bienes de consumo	-1,0	0,9	1,9	38
Alimentos	0,5	0,9	0,4	
Automóviles	0,0	1,1	1,2	
Otros	-1,5	-1,1	0,4	
Bienes de equipo	-1,2	0,1	1,3	26
Bienes intermedios	-7,1	-5,3	1,8	36
Energéticos	-3,3	-4,0	-0,7	
Minerales	-0,7	0,2	1,0	
Químicos	-0,6	-0,8	-0,2	
Metálicos y eléctricos	-1,3	-0,3	1,0	
Medios de transporte	-0,6	-0,4	0,3	
Otros	-0,6	0,0	0,5	

FUENTE: Departamento de Aduanas.

y refleja un consumo de petróleo por unidad de PIB sustancialmente mayor que en la zona del euro [véase Banco de España (2011)]. En ese período el precio del petróleo en euros aumentó un 52 %, y el del gas, un 32 %. Este hecho ha influido en el descenso en las importaciones netas de energía en términos reales, que se estima que podría ser del 8 % en términos acumulados, superior al descenso acumulado del PIB real en el período 2007-2011 (véase gráfico 2).

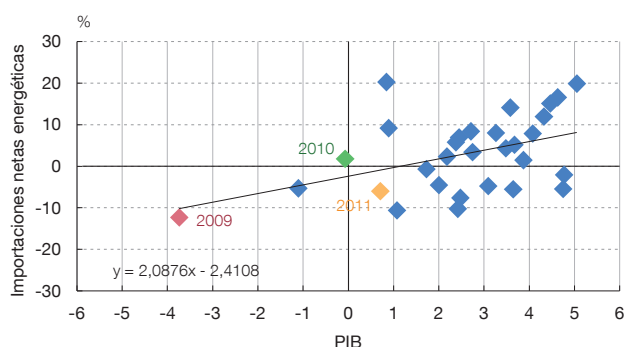
Antes se comentó que la mejora del saldo comercial se repartió de modo bastante similar entre el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones, pero merece la pena analizar si esa igualdad se mantiene por zonas y productos. El primer hecho que debería destacarse en el caso de las exportaciones es que han respondido favorablemente en el período de crisis. Es cierto que entre 2007 y 2011 el comercio mundial de bienes en



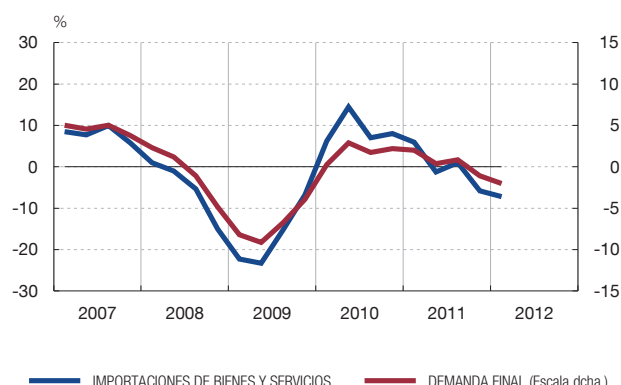
## EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES

GRÁFICO 2

EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES ENERGÉTICAS NETAS Y DEL PIB, EN TÉRMINOS REALES. Período 1982-2011



EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS  
Tasas interanuales, en términos reales

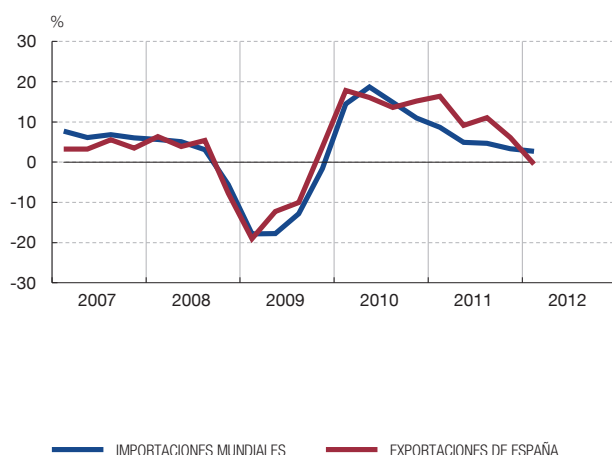


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Economía y Competitividad.

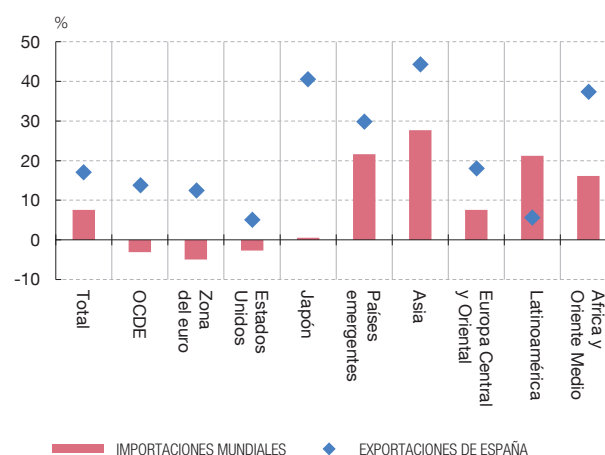
## EVOLUCIÓN DE LAS CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA

GRÁFICO 3

EXPORTACIONES DE BIENES  
Tasas interanuales, en términos reales (a)



IMPORTACIONES MUNDIALES, en términos reales  
Crecimiento acumulado 2008-2011



FUENTES: Ministerio de Economía y Competitividad y CPB.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

términos nominales creció más que las exportaciones españolas, pero ese resultado está influido por el aumento de precios de la energía. Así, en términos reales, las exportaciones españolas crecieron en ese período a un ritmo bastante superior al del comercio global (17 % y 8 %, respectivamente, en términos acumulados), por lo que la cuota de nuestra producción incrementó su peso en el total mundial (véase gráfico 3). En todo caso, debe recordarse que la cuota española en el comercio mundial de bienes es algo inferior al peso que, por ejemplo, representa el PIB español en el mundo [véase García y Gordo (2006)].

Por países, se comprueba que el incremento de las ventas se ha basado proporcionalmente más en los países de fuera de la UE, lo que señala tanto el relativo dinamismo de los intercambios comerciales en esa región como la progresiva diversificación del comercio exterior español (véase cuadro 3). En 2011, el 53 % de las exportaciones de bienes se dirigió a la zona del euro, pero esa ratio fue 4 pp menor que la registrada cuatro años antes (y 9 pp menos que la observada en 1999, al comienzo de la UEM). En los países de la UE

	Exportaciones				Importaciones			
	2007	2011	Variación	Porcentaje total del ajuste	2007	2011	Variación	Porcentaje total del ajuste
<b>TOTAL</b>	<b>17,2</b>	<b>20,0</b>	<b>2,8</b>	<b>100</b>	<b>26,6</b>	<b>24,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>100</b>
Zona del euro	9,7	10,5	0,8	29	13,3	10,4	-2,9	123
Del que:								
<i>Francia</i>	3,2	3,6	0,4		3,3	2,6	-0,6	
<i>Alemania</i>	1,9	2,0	0,2		4,0	2,9	-1,2	
<i>Italia</i>	1,5	1,6	0,1		2,3	1,6	-0,7	
<i>Portugal</i>	1,5	1,6	0,1		0,9	1,0	0,1	
Otros	1,7	1,7	0,0		2,8	2,3	-0,5	
Resto de la UE	2,3	2,6	0,3	12	2,5	2,4	-0,1	2
Reino Unido	1,3	1,3	0,0		1,3	1,0	-0,3	
Otros	1,0	1,4	0,3		1,2	1,4	0,2	
Resto del mundo	5,2	6,8	1,6	59	10,9	11,5	0,6	-25
Del que:								
<i>Estados Unidos</i>	0,7	0,7	0,0		0,9	1,0	0,0	
<i>Japón</i>	0,1	0,2	0,0		0,6	0,3	-0,3	
<i>China</i>	0,2	0,3	0,1		1,8	1,7	0,0	
<i>Latinoamérica</i>	0,9	1,0	0,1		1,3	1,6	0,3	
<i>OPEP</i>	0,5	0,8	0,3		2,1	2,6	0,5	
Otros	2,7	3,7	1,1		4,3	4,3	0,0	
Bienes de consumo	6,3	6,6	0,3	11	7,3	5,7	-1,6	70
Alimentos	2,0	2,4	0,4		1,5	1,5	0,0	
Automóviles	1,9	2,0	0,1		2,0	0,9	-1,1	
Otros	2,3	2,2	-0,2		3,8	3,3	-0,6	
Bienes de equipo	1,6	1,7	0,1	5	2,8	1,6	-1,2	51
Bienes intermedios	9,3	11,7	2,3	84	16,5	17,0	0,5	-21
Energéticos	0,6	1,2	0,6		3,9	5,2	1,3	
Minerales	1,8	2,3	0,4		2,6	2,0	-0,5	
Químicos	1,5	2,2	0,7		2,0	3,0	0,9	
Metálicos y eléctricos	1,8	2,0	0,2		3,1	2,3	-0,8	
Medios de transporte	1,5	1,4	-0,1		2,1	1,7	-0,4	
Otros	2,2	2,6	0,5		2,7	2,7	0,0	

FUENTE: Departamento de Aduanas.

que no pertenecen al área del euro, el porcentaje se mantuvo sin apenas cambios en el 13 %, mientras que el peso de las ventas fuera de la UE en el total se incrementó 1 pp cada año, hasta el 34 %. La concentración de las exportaciones en algunas economías de la zona del euro sigue siendo muy elevada (Francia, Alemania, Italia y Portugal representan el 44 % del total de las ventas de bienes al exterior) y las exportaciones a las economías emergentes todavía presentan unas ratios en el total reducidas. Destaca el bajo peso relativo de las exportaciones a Latinoamérica: en 2011 alcanzaron el 1 % del PIB, lo que supone, por ejemplo, solo el 60 % de lo que se exportó a Portugal en dicho año. Si bien es cierto que en los últimos años se aprecia que, gradualmente, esas participaciones relativas se van modificando y que muchas empresas españolas se introducen en nuevos mercados, parece necesario reforzar esa tendencia para incrementar el dinamismo expor-

tador [véase González *et al.* (2012)]. Por tipos de bienes, se observa que el aumento de las exportaciones en esta etapa de ajuste se ha concentrado de forma significativa en los bienes intermedios y, dentro de estos, en numerosos renglones.

Las importaciones de bienes disminuyeron un 7 % entre 2007 y 2011 en términos nominales (casi un 15 % en términos reales), en un entorno de acusada debilidad de la demanda, lo que se tradujo en una disminución de las compras al exterior de 2,4 pp en porcentaje del PIB (véase cuadro 3). Por países, la menor dependencia importadora se concentró en el área del euro. En cambio, fuera de la UE, las importaciones aumentaron, si bien en esto influyó decisivamente el encarecimiento de la energía; si se aislara este hecho, las compras a esa región se habrían estabilizado entre 2007 y 2011. La explicación a esta distribución se encuentra en la evolución de las importaciones por productos, donde se observa que la caída de las compras al exterior tuvo lugar en bienes de consumo y de equipo, señal de la debilidad del gasto de familias y empresas españolas<sup>4</sup>. Las compras de bienes intermedios mantuvieron cierto dinamismo, lo que está relacionado con el hecho de que las exportaciones españolas fueron relativamente dinámicas y estas presentan un alto contenido importador [véase Cabrero y Tiana (2012)].

En el caso de los servicios, en el conjunto del período de 2008-2011 apenas hubo avances en el superávit turístico, que se mantuvo en torno al 3 % del PIB, lo que, en parte, se debió a la debilidad cíclica que, en general, presentaron muchos de los países de donde procede la mayoría de turistas. Este superávit es un rasgo estructural de la economía española, que debe preservarse y ampliarse, prestando atención al mantenimiento de unos niveles adecuados de calidad y de competitividad-precio. En la partida de los otros servicios, el déficit del 1 % del PIB observado en 2007 dio paso a un ligero superávit en 2011, con un mayor empuje de las exportaciones, especialmente de los servicios empresariales [véase Banco de España (2012b)]. Hay que destacar la creciente importancia de las exportaciones de servicios, tanto en España como en el comercio mundial, así como el papel que pueden desempeñar las grandes compañías españolas exportadoras de servicios para favorecer la apertura de nuevos mercados en el exterior para las empresas de menor tamaño<sup>5</sup>.

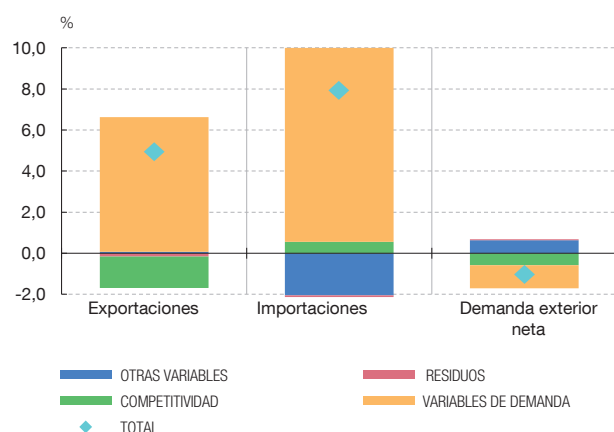
El comportamiento de exportaciones e importaciones en este período parece explicarse de modo razonable por la evolución de sus determinantes habituales, como los considerados en unas funciones tradicionales de comercio exterior [véase García *et al.* (2009)]. En el caso de las exportaciones, el principal factor explicativo es el aumento de los mercados de exportación, si bien, como se comentó antes, las empresas españolas han ido diversificando sus ventas en el exterior para aprovechar el mayor dinamismo de los mercados de fuera del área del euro (véase gráfico 4). Además, los indicadores de competitividad-precio y los costes relativos han evolucionado favorablemente en esta fase de ajuste, en comparación con su contribución en el período de auge anterior, de modo que el diferencial acumulado en la fase de expansión se ha estrechado, de forma especialmente significativa en el caso de los costes laborales unitarios. Ambos hechos —la diversificación de mercados y la mejora de la competitividad— están relacionados con la atonía de los mercados internos, lo que ha obligado a las empresas a redoblar sus esfuerzos para abrir nuevos mercados y competir internacionalmente<sup>6</sup>.

4 En el caso de los bienes de consumo, destaca que las importaciones de automóviles se redujeron en 2011 a menos de la mitad de su nivel cuatro años antes.

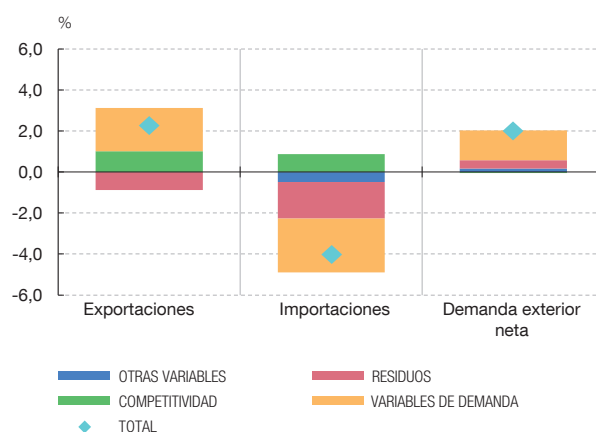
5 En González Sanz y Rodríguez Caloca (2010) se examinan las características de las empresas españolas exportadoras de servicios no turísticos.

6 En algunas estimaciones de una ecuación de exportaciones se obtiene que en España la demanda nacional influye negativamente en el volumen de exportaciones [véase Martínez-Mongay y Maza (2009)].

APORTACIONES AL CRECIMIENTO MEDIO EN EL PERÍODO 1999-2007



APORTACIONES AL CRECIMIENTO MEDIO EN EL PERÍODO 2008-2011



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

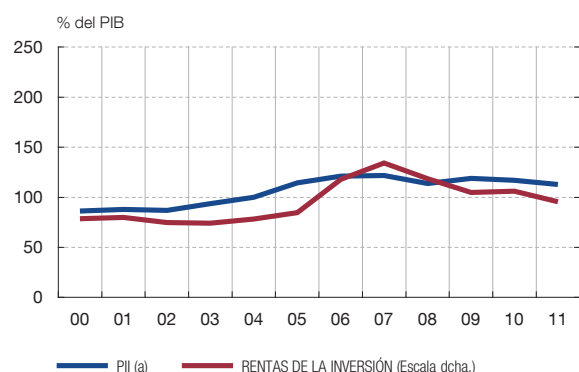
En cuanto a las importaciones, se observa que su elasticidad a cambios en la demanda final es muy elevada, cuando se compara con otros países, pues se sitúa próxima a un valor de dos (véase gráfico 2). Obviamente, este hecho conduce a un aumento rápido del déficit exterior en las etapas de expansión, pero también ayuda a corregir ese déficit en las fases de ajuste, como está ocurriendo ahora. Es difícil determinar si esa elasticidad ha variado en los últimos años<sup>7</sup>. En cualquier caso, debe recordarse la fuerte penetración en los mercados mundiales de productos muy baratos de países como China, con los que difícilmente puede competirse a través del precio, y la dependencia que la economía española presenta de bienes de alto contenido tecnológico, que no pueden sustituirse a corto plazo por productos nacionales, aspectos que introducen una gran persistencia en el peso de las importaciones en España.

Junto con la balanza de bienes y servicios, dos son las principales partidas que determinan la necesidad de financiación de la nación: la balanza de transferencias y el saldo de rentas. La primera está dominada por las remesas de emigrantes y por las transferencias corrientes y de capital respecto a la UE. Esa balanza se encuentra próxima al equilibrio. En los últimos años se ha observado una cierta disminución de las remesas de los inmigrantes, como consecuencia de la crisis económica, que ha provocado un aumento del desempleo en ese colectivo e, incluso, el retorno de algunos inmigrantes a sus países de origen.

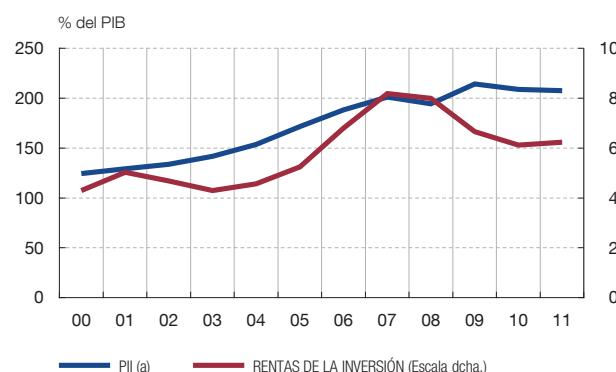
En cambio, el déficit de la balanza de rentas es muy significativo y responde a la acumulación de elevados déficits exteriores en la fase de auge, que han llevado a una posición de inversión internacional neta que es altamente deudora. Este saldo ha experimentado en los últimos años algunas fluctuaciones, en la medida en que depende del nivel de los tipos de interés, además de otras decisiones de las empresas, como el mayor o menor grado de repatriación de beneficios. El primer hecho destacable es que el déficit de las rentas de inversión es el resultado de unos flujos significativos de ingresos y de pagos: los ingresos representaron en 2011 casi el 4 % del PIB, mientras que los pagos fueron algo superiores al 6 % del PIB (véase gráfico 5). El segundo hecho es que, por instrumentos, la

<sup>7</sup> En Comisión Europea (2012) se ilustra que los países afectados por crisis bancarias muestran una debilidad persistente de las compras al exterior, en la medida en que esas crisis suelen venir ligadas a restricciones crediticias y a la necesidad de desapalancamiento del sector privado.

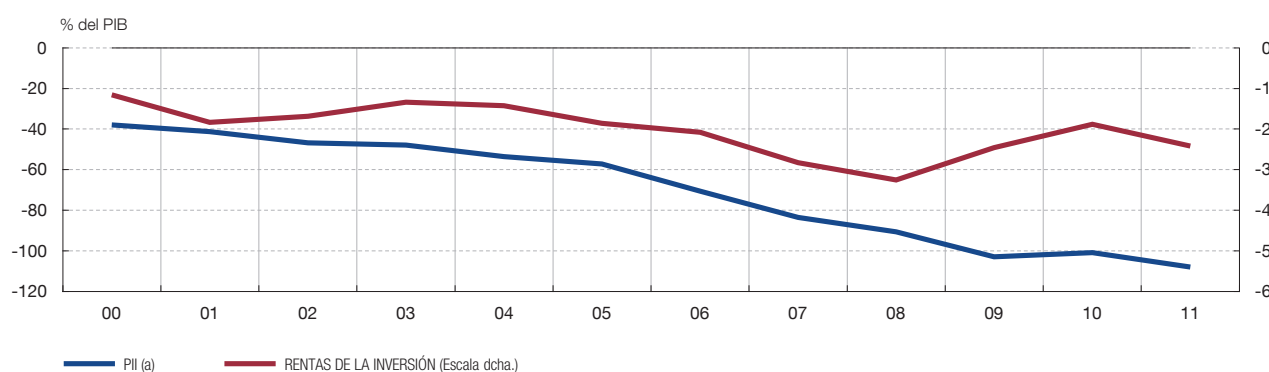
ACTIVOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO E INGRESOS RECIBIDOS



PASIVOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO Y PAGOS REALIZADOS



SALDO FRENTE AL RESTO DEL MUNDO Y RENTAS NETAS DE INVERSIÓN



FUENTE: Banco de España.

a Se excluyen las reservas y los derivados financieros.

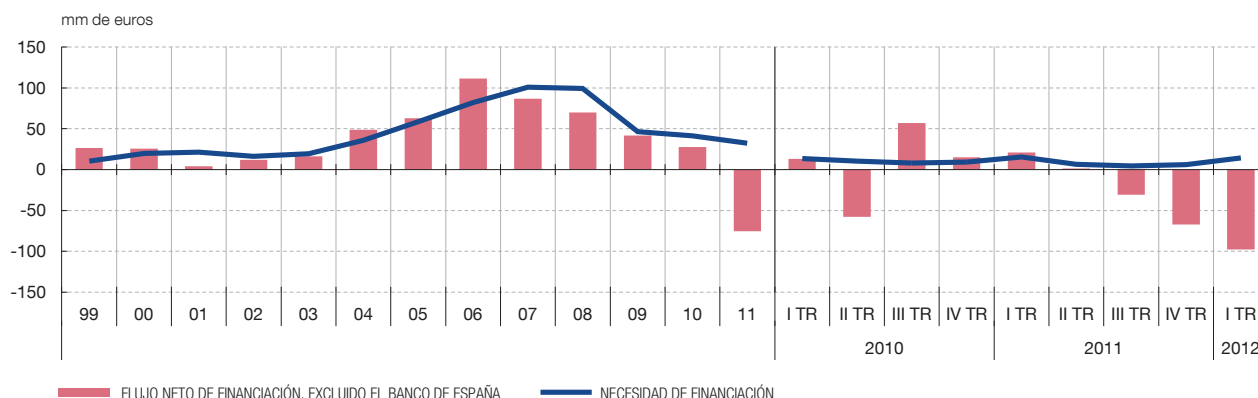
composición es diferente entre ingresos y pagos: en el caso de los ingresos, el 60 % procede de la inversión directa de España en el exterior<sup>8</sup>, mientras que los pagos se concentran en el endeudamiento de la economía española en forma de valores de renta fija y de préstamos. Finalmente, es reseñable que las rentabilidades implícitas de ingresos y pagos son similares y en 2011 se situaron en torno al 3 %, frente al 4,5 % de 2007. En el caso de los ingresos, la partida más rentable fue la IED, que muestra una rentabilidad implícita cercana al 5 %<sup>9</sup>, mientras que, por el lado de los pagos, los valores de renta fija devengaron un coste del 3,5 % y los préstamos a corto plazo (que incluyen los depósitos interbancarios y los *repos*) del 1,5 %, gracias al reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo.

### La financiación exterior durante la fase de ajuste

La significativa corrección del déficit exterior en los últimos años ha permitido detener la dinámica expansiva de la posición deudora neta frente al exterior, pero todavía no ha sido suficiente para revertirla. Los abultados déficits exteriores de la fase de expansión engrasaron esa posición deudora, que alcanzó un peso en el PIB en torno al 90 % en los últimos años, uno de los más altos entre los países de la zona del euro.

<sup>8</sup> En buena parte, esos ingresos provienen de Latinoamérica, de modo que el bajo nivel de las exportaciones de bienes a esta área se compensa por los mayores recursos que proporciona el rendimiento de estas inversiones.

<sup>9</sup> El cálculo de estas rentabilidades implícitas debe valorarse con cautela, pues la manera en que se valore el saldo en IED (es decir, el denominador de esa ratio) puede afectar sustancialmente a la estimación.



FUENTE: Banco de España.

En esa etapa de auge, el déficit exterior se financió sin dificultad gracias a las fuertes entradas de capital, en buena medida intermediadas por el sistema bancario, que captó abundantes fondos mediante la emisión de valores y la titulización de créditos. Tras la crisis financiera de 2007, la disponibilidad de financiación comenzó a restringirse. Como se observa en el gráfico 6, entre 2007 y 2009 las entradas netas de fondos no fueron suficientes para financiar el déficit exterior, pues comenzó a apreciarse en muchas economías un mayor sesgo hacia la compra de activos nacionales y la venta de activos extranjeros (el denominado *home bias*). La tónica en el conjunto de 2010 fue similar, si bien ya se apreció el considerable impacto que podría tener en esos flujos la incertidumbre sobre el futuro de la zona del euro cuando en el segundo trimestre se observó una fuerte salida de financiación, coincidiendo con el agravamiento de la crisis de deuda soberana en Grecia y su reflejo en los mercados financieros de otros países considerados vulnerables, como España. Fue en 2011 cuando este fenómeno se agudizó, especialmente a partir del tercer trimestre: en el conjunto del año, las salidas netas de financiación representaron casi el 7 % del PIB, lo que, unido al déficit exterior que debía financiarse, condujo a un aumento de los pasivos netos del Banco de España del 10 % del PIB. En los cuatro primeros meses de 2012 la situación se ha agravado, con unas salidas netas de financiación de 122 mm de euros (11 % del PIB)<sup>10</sup>.

Estos flujos netos de financiación al exterior se han canalizado a través de diversas vías: en algunos casos, las salidas representan una decisión activa de los inversores extranjeros, como la venta en el mercado secundario de las tenencias de deuda pública española; en otros, la decisión es pasiva, como ocurre cuando simplemente los no residentes no renuevan unos valores a su vencimiento. Menos relevante ha sido la deslocalización de depósitos desde bancos españoles hacia entidades no residentes, proceso que han protagonizado, sobre todo, algunas empresas extranjeras con operaciones en España [véase Banco de España (2012c)]. Finalmente, estas salidas se han visto en algún momento compensadas parcialmente por las desinversiones en el exterior que también han hecho los residentes. A consecuencia de ello, la inversión en cartera que los españoles mantenían en activos extranjeros pasó de representar un 42 % del PIB en 2007 al 24 % en 2011. En cualquier caso, los activos totales frente al exterior todavía suponían un 120 % del PIB en 2011.

<sup>10</sup> En estos primeros meses del año, parte de las salidas de financiación responde a un aumento de los activos en el exterior de agentes residentes, sobre todo entidades de crédito.

Estos movimientos bruscos en los flujos de financiación con el exterior configuran una crisis severa de balanza de pagos, que refleja la valoración negativa que hacen los mercados financieros tanto de los desequilibrios de la economía española como de las posibilidades de absorberlos dentro del marco institucional prevaleciente hasta el momento en la zona del euro. Al producirse dentro de una unión monetaria, los instrumentos típicos para enfrentar una crisis de esas características (como la devaluación de la moneda o la introducción de medidas de control de cambios) no están a disposición de las autoridades<sup>11</sup>. En un sistema de tipo de cambio fijo, esas presiones obligarían al banco central a intervenir en los mercados vendiendo reservas para compensar el impulso depreciatorio de las salidas de flujos financieros.

Sin embargo, la UEM no es un sistema de tipo de cambio fijo, porque han dejado de existir las monedas nacionales y, por tanto, las salidas de financiación en una economía del área no generan presiones sobre el tipo de cambio. Pero las tensiones sí pueden reflejarse en el balance del Eurosistema, dado el papel central que desempeña el sistema bancario en la intermediación de los flujos financieros con el exterior y su acceso a las operaciones de inyección de liquidez del banco central<sup>12</sup>. Así, las entidades de crédito españolas, ante las dificultades para renovar la financiación exterior o captar nuevos fondos, han acudido en mayor medida a esas subastas del Eurosistema, especialmente en las dos subastas de liquidez a tres años convocadas a finales de 2011 y principios de 2012<sup>13</sup>. Con esos recursos, las entidades han podido hacer frente a los pagos netos que debían al exterior, ya fuera por operaciones de la cuenta corriente —donde España ha seguido registrando déficit— o por operaciones de la cuenta financiera —por las salidas netas de financiación—<sup>14</sup>.

La adjudicación plena de la liquidez demandada en las subastas del Eurosistema —que se mantiene desde 2008— y las operaciones a tres años celebradas recientemente han facilitado que los bancos españoles hayan aumentado sustancialmente su recurso al Eurosistema en los últimos meses. El acceso a esa financiación ha permitido mantener un flujo regular de recursos con el que financiar el déficit exterior, de modo que la corrección de este ha sido gradual. Pero el recurso a esa financiación no puede cubrir de forma permanente las salidas de financiación de la economía, si estas siguen produciéndose a la velocidad observada recientemente. Por tanto, esa financiación del Eurosistema debe considerarse como un mecanismo para solventar transitoriamente una situación de elevada incertidumbre y de falta de confianza. En este sentido, la petición de ayuda financiera a la UE para la

11 Tampoco la posibilidad de generar inflación como forma de reducir el endeudamiento, dada la ausencia de soberanía monetaria.

12 En el caso de la UEM, las entidades acuden regularmente a las subastas que convoca el Eurosistema, pero lo hacen a través de su banco central nacional. Así, es el Banco de España el que presta a las entidades españolas y el que mantiene en su balance ese activo frente a las entidades.

13 Las salidas de financiación pueden también tener, en parte, un carácter endógeno, al responder al deseo de los bancos españoles de reemplazar financiación exterior por los recursos del Eurosistema, posiblemente con un coste más bajo.

14 En la medida en que esos pagos al exterior se canalicen a través de las cuentas de las entidades en el Banco de España, este ordenará a un banco central nacional de otro país del área que abone en la cuenta corriente de una entidad de crédito una determinada cantidad. Esa orden de pago no lleva consigo una transferencia material de recursos, sino que se reconoce contablemente como un pasivo del Banco de España y un activo del otro banco central. Estas operaciones, que se denominan *cuentas intrasistema*, desaparecen cuando se observa el balance consolidado del Eurosistema, pues las posiciones activas y pasivas se netean completamente. Es decir, si las operaciones de inyección de liquidez las realizara directamente el Banco Central Europeo en vez de los bancos centrales nacionales, esas cuentas intrasistema no existirían. Estos saldos intrasistema —que también se denominan «saldos TARGET», porque este es el sistema de pagos a través del que se canalizan las operaciones entre bancos centrales— son solo el reflejo de la forma de instrumentar la política monetaria en la zona del euro y no pueden limitarse *ex ante*, pues, al fin y al cabo, son la consecuencia lógica de que el euro sea la moneda en diversos países, con el mismo valor intrínseco e indistinguible [véase Merler y Pisani-Ferry (2012)].



recapitalización del sistema bancario español trata de cerrar una de esas fuentes de incertidumbre, al garantizar la solvencia de las entidades de crédito españolas incluso en el caso hipotético de que las perspectivas económicas se deterioraran significativamente<sup>15</sup>.

## Conclusiones

De 2007 a 2011 se ha observado un ajuste bastante intenso del déficit exterior español, basado, en parte, en la propia debilidad de la demanda interna, pero también en el empuje exportador de las empresas españolas. Este ajuste debe continuar, pero para alcanzar un equilibrio exterior duradero es necesario compensar el elevado y persistente peso que representan dos partidas: el déficit energético y el de rentas (véase cuadro 4). Los saldos de estas dos partidas solo pueden ser corregidos gradualmente, a medida que se introduzcan medidas de mayor eficiencia energética, en el primer caso, y se logre reducir la posición financiera deudora de la economía española, en el segundo, o, al menos, puedan recortarse los costes a los que se financian las AAPP y las entidades de crédito en el exterior. Por tanto, a corto plazo la corrección del déficit debe descansar, sobre todo, en la ampliación del superávit de bienes no energéticos y de servicios.

Las perspectivas a corto plazo sobre la evolución del déficit exterior están rodeadas de incertidumbre, especialmente por la mayor debilidad que han mostrado recientemente los mercados internacionales, en particular en el área del euro. Así, en los primeros meses de 2012 se ha observado un menor dinamismo de las exportaciones, aunque, de nuevo, la debilidad de la demanda nacional se ha traducido en un menor nivel de importaciones. Esto ha permitido que la necesidad de financiación de la nación haya descendido un 16 % interanual en el período enero-abril de 2012.

Desde el punto de vista financiero, la economía española se encuentra en una situación vulnerable, pues su fuerte posición deudora neta exige voluminosas refinanciaciones, que, además, se han visto agravadas por las salidas de financiación originadas por la liquidación anticipada de valores que los no residentes mantenían frente a emisores españoles. Frente al volumen de los flujos financieros, el tamaño del déficit exterior tiene una importancia *per se* de segundo orden: por ejemplo, en el período enero-abril de 2012, las salidas netas de financiación se elevaron a 122 mm de euros, mientras que el déficit exterior en ese período ascendió a 15 mm. Pero no debe minusvalorarse la importancia de una corrección más rápida del déficit exterior: en primer lugar, porque supondría, en principio, una mayor contribución positiva de la demanda exterior al crecimiento y, en segundo lugar, por la mejora que imprimiría en la dinámica de la deuda exterior, al incidir favorablemente tanto sobre el saldo exterior como sobre el ritmo de expansión del producto<sup>16</sup>.

En resumen, los desequilibrios exteriores de la economía española son una de las claves de la crisis actual, por lo que su corrección es esencial para recuperar la confianza de los mercados financieros y mejorar las perspectivas de crecimiento. Desde el punto de vista del déficit exterior, el ajuste ha sido hasta ahora significativo, pero, posiblemente, una parte venga explicada por la debilidad de la demanda nacional, es decir, tendría un carácter eminentemente cíclico. Esto supondría que el déficit exterior podría volver a repuntar ante una incipiente recuperación de la actividad. Por ello, deben activarse todas las políticas de mejora de la competitividad necesarias para lograr que el saldo exterior obtenga rápidamente

15 Además, el programa de ayuda financiera para la recapitalización de algunas entidades de crédito españolas va a suponer un alivio transitorio de los problemas de financiación exterior, al representar una entrada de capital.

16 La posición deudora frente al exterior se mueve atendiendo a determinantes similares a los que se analizan en el caso de la dinámica de la deuda pública. Para reducir la posición deudora es necesario, por tanto, alcanzar un superávit primario (es decir, neto del saldo de rentas) o que el ritmo de crecimiento nominal supere al coste de la deuda. Movimientos en ambos sentidos reforzarían, obviamente, la corrección de esa posición.

	2007	2011	Variación
Saldo de bienes y servicios	-6,7	-0,6	6,1
Bienes energéticos (Aduanas)	-3,2	-3,8	-0,6
Resto	-3,5	3,2	6,7
Saldo de transferencias	-0,3	-0,2	0,1
Transferencias corrientes	-0,7	-0,7	0,0
Transferencias de capital	0,4	0,5	0,1
Saldo de rentas	-2,6	-2,6	0,0
Necesidad de financiación de la nación (-)	-9,6	-3,4	6,2

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

superávit y que la recuperación de la actividad se base primordialmente en la contribución de la demanda externa<sup>17</sup>, de modo que ese superávit y la disminución de la posición deudora internacional puedan mantenerse en una fase de mayor crecimiento. Desde el punto de vista de la financiación, lo fundamental sería sanear la situación y mejorar las perspectivas de los dos agentes más endeudados en el exterior (entidades de crédito y AAPP), con el fin de que pudieran volver a obtener recursos de una forma regular en los mercados internacionales. Las dudas sobre la solvencia de algunas entidades han recibido una respuesta adecuada en la petición de ayuda financiera a la UE y en los planes de saneamiento y recapitalización que van a establecerse con carácter inmediato. También es necesario atajar la dinámica expansiva de la deuda pública mediante el cumplimiento riguroso del proceso de consolidación fiscal establecido, de modo que las finanzas públicas retomen una trayectoria de estabilidad.

13.7.2012.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2011). «Vías de corrección del déficit exterior español», *Informe Anual, 2010*, recuadro 5.2.
- (2012a). «La competitividad de la economía española», *Informe Anual, 2011*, capítulo 2.
- (2012b). «El comercio internacional de servicios en la última década», *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2011*, recuadro 1.2.
- (2012c). «La evolución de los depósitos de los hogares y las sociedades no financieras», «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, abril, recuadro 5.
- CABRERO, A., y M. TIANA (2012). «El contenido importador de las ramas de actividad en España», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2012). «Quarterly report on the euro area», *Economic and Financial Affairs*, volumen 11, n.º 2.
- GARCÍA, C., y E. GORDO (2006). «La cuota de los productos españoles en los mercados internacionales», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- GARCÍA, C., E. GORDO, J. MARTÍNEZ-MARTÍN y P. TELLO (2009). *Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.
- GONZÁLEZ SANZ, M. J., y A. RODRÍGUEZ CALOCA (2010). «Las características de las empresas españolas exportadoras de servicios no turísticos», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- GONZÁLEZ SANZ, M. J., A. RODRÍGUEZ CALOCA y P. TELLO (2012). «La respuesta de las empresas exportadoras españolas a los cambios del comercio mundial (2008-2010)», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- LA CAIXA (2012). «El sector exterior español», *Informe mensual*, julio-agosto.
- MARTÍNEZ-MONGAY, C., y L. Á. MAZA (2009). «Competitiveness and growth in EMU: The role of the external sector in the adjustment of the Spanish economy», *Economic Papers*, n.º 355, European Economy.
- MATEA, M. LL. (2012). «Nuevo marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos de la UE», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- MERLER, S., y J. PISANI-FERRY (2012). *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution, 2012/06.

17 En La Caixa (2012) se realiza una estimación del crecimiento que tendrían que alcanzar las exportaciones para mantener un cierto ritmo de expansión del producto sin contribución alguna de la demanda interna.



## UN ANÁLISIS SECTORIAL DE LA RELACIÓN ENTRE LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Este artículo ha sido elaborado por Alberto Urtasun, Mario Izquierdo y Eva Ortega, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Uno de los rasgos principales de la crisis que se inició en la economía española a mediados del año 2008 es la intensidad del proceso de destrucción de empleo<sup>1</sup>. Desde ese momento han desaparecido casi 3 millones de empleos en el sector privado, alrededor del 19 % de los existentes en 2008, mientras que el descenso acumulado del PIB ha sido menos acusado (en torno al 5 %), con lo que la productividad ha mantenido el comportamiento anticíclico que habitualmente muestra en España. Este queda patente en el gráfico 1, donde se observa que las dos últimas recesiones se han caracterizado por una fuerte y brusca pérdida de puestos de trabajo<sup>2</sup>. La actual fase de ajuste destaca por presentar una caída más pronunciada del número de ocupados, aunque también por una mayor duración del descenso de la actividad. También desde una perspectiva internacional, la pérdida de empleo acumulada en España es muy superior a la observada en otros países con caídas similares del producto.

Esta excesiva volatilidad del empleo no es un fenómeno nuevo en la economía española. Por ejemplo, en FMI (2010) se estima la elasticidad del desempleo a las variaciones en el PIB para un amplio conjunto de países, encontrándose que España presenta la mayor elasticidad entre los países desarrollados. En términos históricos, en Banco de España (2012)<sup>3</sup> se muestra cómo al inicio de la actual crisis la respuesta del desempleo al descenso del PIB fue incluso superior a la registrada en el pasado, a diferencia de lo ocurrido en otros países europeos, en parte debido a la intensa utilización en estos últimos de programas de reducción del tiempo de trabajo.

Son varias las posibles causas subyacentes a esta reacción del empleo más que proporcional al descenso de la actividad. La primera podría descansar en los cambios en la estructura productiva, pues la intensidad de uso del factor trabajo puede ser muy diferente en las distintas ramas de actividad, ya que estas utilizan diferentes combinaciones de los factores productivos. Este factor podría ser especialmente relevante en el caso español, dado que los cambios en los pesos relativos de las distintas ramas han sido muy intensos desde el inicio de la crisis. En particular, el peso del sector de la construcción, especialmente intensivo en el uso del factor trabajo, alcanzó en la fase de expansión niveles elevados, y desde entonces la fuerte caída de la actividad en este sector se ha traducido en una pérdida de empleo también significativa.

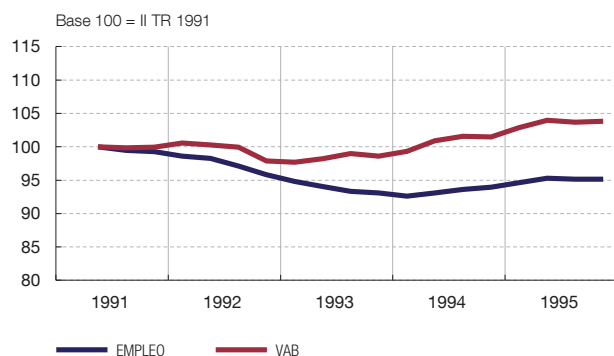
Una segunda explicación estaría relacionada con factores que afectan al conjunto de la economía, como pueden ser las instituciones del mercado de trabajo. Así, las rigideces que impiden una rápida adaptación de los salarios, tiempo de trabajo y otras condiciones laborales a los cambios en la situación económica podrían explicar esa elevada respuesta del empleo a la actividad, que se observa de forma más acusada en las recesiones. Por otra parte, un mercado de trabajo dual, como se argumenta en Costain *et al.* (2010), da lugar a una volatilidad muy elevada del empleo al generar una intensa creación de puestos de trabajo en las fases expansivas del ciclo económico, que se concentra en ocupaciones de

<sup>1</sup> Véase Ortega y Peñalosa (2012) para una descripción detallada de la recesión.

<sup>2</sup> Medido como puestos de trabajo a tiempo equivalente completo.

<sup>3</sup> Recuadro 1.3 del *Informe Anual*, 2011.

CRISIS DE LOS NOVENTA



CRISIS ACTUAL



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a El punto de origen es el trimestre anterior a la caída del empleo de la economía de mercado.

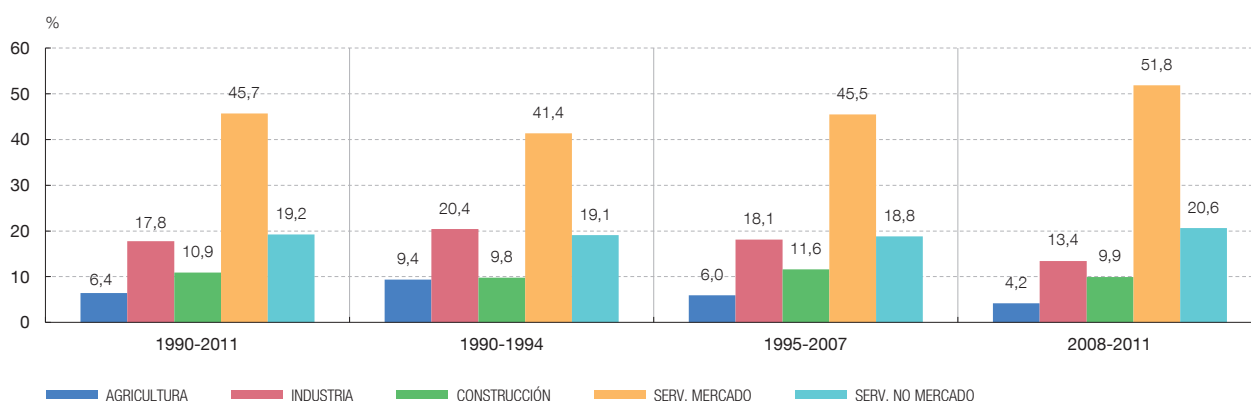
baja productividad, fundamentalmente con contratos temporales. Estos empleos son destruidos con mucha rapidez en las fases recesivas, puesto que, ante la llegada de una perturbación negativa sobre la actividad, dejan de ser rentables para las empresas, lo que se ve favorecido, además, por sus reducidos costes de extinción.

En este artículo se realiza un análisis empírico de la reacción del empleo ante la actividad económica mediante un enfoque desagregado por ramas, que permite analizar en qué medida dicha relación se ve afectada por los cambios en la estructura productiva o si, por el contrario, obedece a factores más fundamentales vinculados al propio funcionamiento del mercado de trabajo. Efectuar un diagnóstico preciso sobre esta cuestión resulta pertinente de cara a determinar en qué medida las últimas reformas introducidas en el mercado laboral pueden alterar una pauta de respuesta del empleo que se ha revelado persistente y que tiene efectos muy nocivos sobre la economía en su conjunto. La siguiente sección estudia el impacto sobre la evolución de la productividad de los cambios en la composición sectorial. En el tercer apartado se analizan las posibles variaciones en el tiempo de los coeficientes que definen la relación empleo-actividad. A continuación, se estima si existen cambios significativos en dicha relación entre los períodos de expansión y recesión de la economía española en las principales ramas productivas. La última sección incluye las principales conclusiones del artículo.

#### Evolución de la estructura por ramas productivas y su efecto sobre la relación actividad-empleo

En el gráfico 2 se presenta cómo han evolucionado los pesos relativos, en términos del número de ocupados, de las principales ramas de actividad durante las dos últimas décadas. El primer rasgo que cabe destacar es que, como es habitual en las economías desarrolladas, los servicios de mercado concentran una parte creciente del empleo. En concreto, estos representan en la actualidad algo más del 50 % del total, con un incremento de cerca de 10 puntos porcentuales (pp) de su importancia relativa desde principios de los años noventa. De hecho, desde el inicio de la crisis esta tendencia se ha intensificado, al haberse concentrado las pérdidas de empleo en las ramas industriales y la construcción. Existen diversos factores que han favorecido este aumento tendencial del peso de los servicios en las economías desarrolladas<sup>4</sup>. Desde la óptica de la demanda, se ha producido un desplazamiento de la misma hacia los servicios con una mayor elasticidad renta y, además, el progresivo envejecimiento de la población y la incorporación de la mujer al mercado

4 Véase Gordo *et al.* (2006).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

de trabajo han aumentado la demanda de determinados servicios. Desde el lado de la oferta, entre otros factores, se ha producido una transformación estructural de la industria que ha incrementado considerablemente la externalización hacia empresas especializadas de algunas de las actividades de servicios que antes se realizaban en la propia empresa.

Un análisis más desagregado de las ramas de servicios con datos desde el año 2000<sup>5</sup> muestra que, aunque se observa un incremento generalizado en todas ellas, son la rama de Actividades Profesionales, Científicas y Técnicas, que casi ha doblado su peso relativo (desde el 6,5 % del año 2000 hasta superar el 11 % en 2011), y la rama de Comercio, Transporte y Hostelería (con un aumento de unos 2 pp, hasta alcanzar el 28 % del empleo total) las que acumulan los aumentos más importantes en su peso relativo.

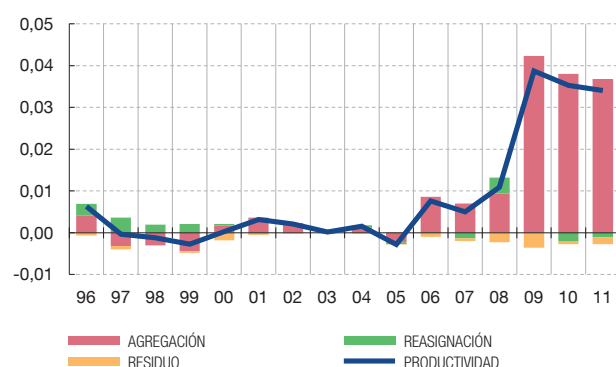
Por el contrario, en las ramas industriales se observa un descenso paulatino en su participación sobre el empleo total, pasando de un 20 % a principios de los años noventa a cerca de un 13 % en el período más reciente. Por su parte, los ocupados en la rama de la construcción alcanzaron su máxima participación sobre el total en el año 2007 (un 14 %), si bien tras la crisis convergieron rápidamente a un nivel más similar al observado en otros países de nuestro entorno, hasta situarse en el 7 % en el primer trimestre de 2012. Finalmente, la agricultura ha mantenido una senda descendente durante el período analizado, hasta representar solo algo más del 4 % del empleo total al final del período analizado, aunque durante los años correspondientes a la recesión se aprecia una cierta estabilización en su peso relativo.

Dadas estas importantes transformaciones en la estructura de la actividad por ramas, la relación entre empleo y valor añadido a nivel agregado podría haber cambiado de manera sustancial a lo largo de este período, reflejando las distintas combinaciones de factores productivos utilizadas en cada rama de actividad. Un análisis desagregado del crecimiento de la productividad aparente del trabajo, es decir, de la evolución de la ratio entre la variación de la actividad y la de la ocupación, puede contribuir a determinar en qué medida los cambios en la composición sectorial han sido relevantes. En particular, se utiliza la siguiente descomposición, basada en Antipa (2008):

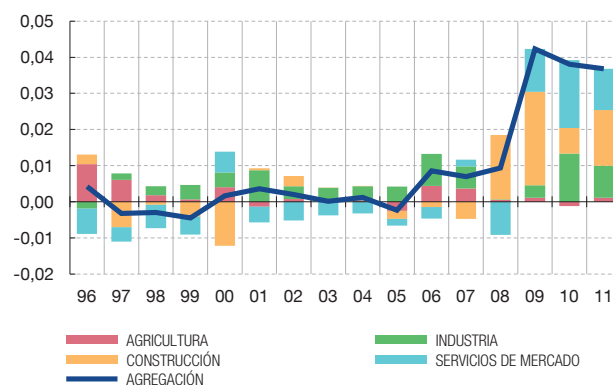
$$\frac{\Delta \lambda_t}{\lambda_t} = \sum_i \left( q_{it-1} \frac{\Delta \lambda_{it}}{\lambda_{it}} \right) + \sum_i \left( \Delta n_{it} \frac{\lambda_{it-1}}{\lambda_{t-1}} \right) + \sum_i q_{it-1} \left( \frac{\Delta n_{it}}{n_{it}} \frac{\Delta \lambda_{it}}{\lambda_{it}} \right)$$

5 Esta desagregación de las ramas de servicios solo está disponible desde el año 2000, según la Contabilidad Nacional Trimestral en base 2008 publicada por el INE.

DESCOMPOSICIÓN EN LOS DISTINTOS FACTORES



CONTRIBUCIONES DE CADA RAMA AL FACTOR AGREGACIÓN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

donde  $\lambda_{it}$  representa la productividad aparente en la rama  $i$ ,  $q_{it}$  el peso de la rama  $i$  en el valor añadido y  $n_{it}$  su peso en el empleo. Es decir, el crecimiento agregado de la productividad no es más que la suma de tres términos. El primero de ellos es la suma ponderada, por el valor añadido, de los crecimientos de la productividad de cada rama individual (lo que podemos denominar «efecto agregación»), el segundo término mide la aportación al crecimiento de la productividad de la reasignación de empleo entre las ramas con diferentes niveles de productividad (efecto reasignación) y el tercero es un efecto residual de pequeña magnitud fruto de los productos cruzados de ambos efectos.

En el panel izquierdo del gráfico 3 se presentan los resultados de esta desagregación desde 1996 hasta 2011 para los siguientes cuatro sectores: agricultura, industria y energía, construcción y servicios de mercado. Se observa con claridad que el factor más importante a la hora de explicar la evolución de la productividad es el efecto agregación, es decir, la suma de la evolución de dicha variable en cada rama de actividad<sup>6</sup>. En concreto, el panel derecho del gráfico 3 muestra cómo al inicio de la crisis fue la evolución de la productividad en la construcción la que impulsó el crecimiento agregado de dicha variable, aunque a partir del año 2010 también la industria y los servicios de mercado realizaron contribuciones importantes a dicho crecimiento.

Según estos resultados, el papel del efecto reasignación a la hora de explicar el repunte de la productividad observado desde el inicio de la crisis ha sido muy pequeño. Esto refleja que, a pesar de la intensidad de los cambios en la composición sectorial del empleo antes mencionados, la reasignación de puestos de trabajo se ha producido entre ramas con niveles de productividad similares, de forma que el impacto sobre la evolución agregada de la productividad es reducido.

#### Estimación de los cambios en el tiempo de la relación actividad-empleo

Como se ha visto en el apartado anterior, los efectos composición ligados a los cambios en la estructura del empleo por ramas no bastan para explicar la intensidad del ajuste del empleo en la actual etapa recesiva. Una forma de analizar este hecho es estimar la relación actividad-empleo en la economía española permitiendo coeficientes variables en el

<sup>6</sup> Estos resultados se mantienen incluso cuando se calcula el efecto agregación suponiendo pesos constantes para cada rama de actividad, confirmándose así el reducido papel de los cambios en los pesos relativos en la evolución agregada de la productividad.



tiempo. En concreto, se estima, con datos trimestrales entre 1980 y 2011 una ecuación como la siguiente:

$$\Delta_4 n_t = \alpha_t + \beta_t \Delta_4 y_{t-1} + \gamma \Delta_4 w_{t-1} + e_t$$

donde  $n_t$  es el empleo,  $y_t$  el valor añadido bruto,  $w_t$  el salario real de la economía de mercado y  $e_t$  el residuo. En este modelo se permite que tanto la constante de la ecuación ( $\alpha$ ) como la elasticidad del empleo ante el producto ( $\beta$ ) puedan cambiar en cada momento del tiempo, suponiendo que siguen un paseo aleatorio.

En este modelo, un comportamiento anticíclico de la productividad como el observado en la economía española sería coherente tanto con estimaciones en las que la constante ( $\alpha$ ) de esta ecuación se hiciera más negativa en los períodos de recesión<sup>7</sup> como con estimaciones de la elasticidad ( $\beta$ ) superiores a la unidad<sup>8</sup>. De hecho, los resultados obtenidos van en esta dirección. Por una parte, la elasticidad se estima en torno a 1,16 para el promedio del período analizado, sin cambios significativos según la fase cíclica de la economía. Por otra parte, se estima que la constante varía apreciablemente con el ciclo, fluctuando entre un valor de -1,2 en el promedio de los años de expansión y un valor de -2,1 en los de caída de la actividad<sup>9</sup>.

#### Cambios en la relación empleo-producto por ramas según el momento cíclico

En el apartado anterior se ha mostrado cómo la relación entre el empleo y la actividad parece cambiar de forma sustancial en España según el momento del ciclo económico. A continuación se analiza en qué medida estos cambios se producen en las distintas ramas de actividad y si son significativos. Para ello se estiman ecuaciones de empleo, teniendo en cuenta el conjunto de determinantes que pueden afectar a su evolución, utilizando una especificación del tipo de mecanismo de corrección del error por ramas de actividad<sup>10</sup>. Estas ecuaciones permiten que tanto la constante como la elasticidad del empleo a la actividad puedan variar entre las fases de expansión y recesión, y se especifican de la siguiente forma:

$$\Delta n_t = \alpha_1 (n_{t-1} - n_{t-1}^*) + (\alpha_2 + \alpha_3^r) + \alpha_4 \Delta y_t^e + (\alpha_4 + \alpha_5^r) \Delta y_t^r + \alpha_6 \Delta n_{t-1} + \alpha_7 \Delta w_t + e_t$$

donde los superíndices «e» y «r» se refieren a los períodos de expansión y recesión, respectivamente<sup>11</sup>, y  $n^*$  es el nivel de empleo de equilibrio de largo plazo estimado en función de sus determinantes habituales, es decir, actividad, salario real y productividad total de los factores.

En el cuadro 1 se muestran los resultados de estas estimaciones realizadas con datos trimestrales entre 1980 y 2011 para las principales ramas productivas. En primer lugar, cabe destacar que en la relación de largo plazo se estima una elasticidad mayor que 1 del empleo a la actividad económica. Este valor captura cómo el empleo en España se

7 Ya que el crecimiento del empleo sería inferior para una misma variación del producto en estos períodos.

8 Con elasticidad mayor que 1, las variaciones del empleo superan a las de la actividad, con lo que en expansiones la productividad cae y crece en las recesiones.

9 Estas estimaciones se han realizado también para cada una de las principales ramas de actividad. Aunque los resultados muestran diferencias apreciables en los parámetros de las ecuaciones para las distintas ramas, el resultado principal es que se observan cambios de similar magnitud a los presentados en el agregado en todas ellas a lo largo de las distintas fases del ciclo económico.

10 Una derivación de estas ecuaciones puede encontrarse en Estrada *et al.* (2004). En Hurtado *et al.* (2011) se encuentra la estimación actualizada de esta ecuación para la economía de mercado.

11 El fechado del ciclo para distinguir entre los períodos de expansión y de recesión en la economía española se ha tomado de Berge y Jordá (2011).

	Coeficientes estimados (p-valor entre paréntesis)						
	Largo plazo						
	Constante	Actividad	Salario real	PTF			
Agricultura	8,12 (0,00)	-0,06 (0,19)	-0,35 (0,00)	-0,01 (0,00)			
Industria y energía	-3,50 (0,00)	1,18 (0,00)	-0,08 (0,04)	-0,01 (0,00)			
Construcción	-5,70 (0,00)	1,47 (0,00)	-0,36 (0,00)	-0,01 (0,00)			
Servicios de mercado	-2,26 (0,00)	1,12 (0,00)	-0,72 (0,00)	-0,01 (0,00)			
	Corto plazo						
	Mecanismo corrección del error	Constante	Constante (a)	Empleo retardado	Actividad	Actividad (a)	Salario real
Agricultura	-0,15 (0,00)	-0,01 (0,00)	0,00 (0,25)	-0,22 (0,02)	0,13 (0,02)	-0,20 (0,20)	-0,05 (0,13)
Industria y energía	-0,16 (0,00)	0,00 (0,88)	-0,01 (0,00)	+0,20 (0,03)	0,25 (0,01)	-0,05 (0,71)	-0,10 (0,02)
Construcción	-0,02 (0,34)	0,00 (0,79)	-0,02 (0,00)	0,37 (0,00)	0,38 (0,00)	-0,39 (0,03)	-0,15 (0,00)
Servicios de mercado	-0,09 (0,02)	0,01 (0,00)	-0,01 (0,00)	0,34 (0,00)	0,20 (0,00)	-0,03 (0,76)	-0,13 (0,00)

FUENTE: Banco de España.

a Efecto marginal en las recesiones.

caracteriza por una elevada volatilidad. Esta elasticidad es superior a 1 en todas las ramas analizadas, salvo la agricultura, y es especialmente alta en el sector de la construcción. En esta relación de largo plazo, cabe destacar también las diferencias en el coeficiente del salario real por ramas productivas, observándose una mayor sensibilidad del empleo ante variaciones del salario real en el sector servicios.

Las estimaciones de la relación de corto plazo, que se presentan en el panel inferior del cuadro 1, muestran algunas diferencias entre las distintas ramas productivas. En particular, la construcción y los servicios de mercado presentan una mayor persistencia de las fluctuaciones en el empleo, tanto por los coeficientes más elevados del empleo retardado como por los menores valores del mecanismo de corrección del error, es decir, la velocidad a la que se corrigen las desviaciones respecto de la relación de largo plazo.

En cuanto a las diferencias según la fase cíclica de la economía, se observa que para todas las ramas de actividad, salvo la agricultura, la constante de la regresión es más baja en los períodos de recesión, es decir, se produce un cambio en la relación entre el empleo y la actividad, de forma que para una misma variación de esta última el crecimiento del número de puestos de trabajo es inferior<sup>12</sup>. Esta reacción del empleo más que proporcional al descenso de la actividad ha sido claramente observada desde el inicio de la última etapa de recesión y, de hecho, generó un efecto amplificador sobre la propia crisis, dado su impacto sobre la demanda agregada. Por otro lado, los resultados del cuadro 1 muestran que los cambios en la elasticidad del empleo al valor añadido según sea la fase cíclica no son significativos, salvo en el sector de la construcción.

<sup>12</sup> Este resultado es idéntico al obtenido en el epígrafe anterior.

Los resultados de estas estimaciones pueden servir, además, para ilustrar la potencial contribución positiva de una mayor adecuación salarial a la situación de la economía. Para ello, se ha realizado un ejercicio contrafactual que intenta simular la evolución del empleo bajo el supuesto de que los salarios reales en la economía de mercado hubieran disminuido un 5 % en el primer trimestre de 2008 y, posteriormente, se hubieran estabilizado<sup>13</sup>. Los resultados de dicha simulación indican que un ajuste salarial de esta intensidad hubiera evitado, en términos acumulados hasta el cuarto trimestre de 2011, la destrucción de alrededor de un cuarto de la pérdida total de empleo observada desde el inicio de la crisis en el sector privado de la economía<sup>14</sup>.

## Conclusiones

Históricamente, la economía española presenta una elevada elasticidad del empleo ante los cambios en la actividad, que se traduce en una intensa destrucción de puestos de trabajo en las etapas de recesión. Los resultados de este artículo, utilizando enfoques complementarios, han mostrado que, aunque existen diferencias en la relación entre el empleo y el producto por ramas de actividad, se observan cambios similares en todas ellas entre las distintas fases del ciclo. De esta forma, no cabe atribuir una parte relevante del patrón anticíclico de la productividad a los cambios en la estructura productiva que se producen en las expansiones y recesiones.

Este patrón estaría, por tanto, más relacionado con algunas características del marco institucional vigente hasta la puesta en marcha de las últimas reformas del mercado laboral, que fomentaban el empleo de baja productividad y una excesiva volatilidad del mismo, que se vio acentuada por las dificultades entonces existentes para modificar las condiciones laborales. Todo ello condujo a una situación en la que el ajuste del empleo constituía la principal vía de respuesta de las empresas a los cambios en la demanda. Cabe esperar que la última reforma laboral contribuya a facilitar la adaptación de las condiciones laborales al ciclo económico y, de esta forma, a suavizar el impacto de las caídas de la actividad sobre el empleo. Los resultados obtenidos en este artículo muestran, en este sentido, que la moderación salarial puede actuar como factor de amortiguación de la intensidad de la destrucción de empleo en las fases cíclicas recesivas.

13.7.2012.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANTIPA, P. (2008). «Productivity decomposition and sectoral dynamics», *Banque de France Bulletin Digest*, n.º 171, marzo.
- BANCO DE ESPAÑA (2012). *Informe Anual, 2011*.
- BERGE, T. J., y Ó. JORDÁ (2011). «A Chronology of Turning Points in Economic Activity: Spain 1850-2011», *RWP 11-14*, The Federal Reserve Bank of Kansas City.
- COSTAIN, J., J. F. JIMENO y C. THOMAS (2010). *Employment fluctuations in a dual labour market*, Documentos de Trabajo, n.º 1013, Banco de España.
- ESTRADA, Á., J. L. FERNÁNDEZ, E. MORAL y A. V. REGIL (2004). *A Quarterly Macroeconometric Model of the Spanish Economy*, Documentos de Trabajo, n.º 0413, Banco de España.
- ESTRADA, Á., J. F. JIMENO y J. L. MALO DE MOLINA (2009). *La economía española en la UEM: Los diez primeros años*, Documentos Ocasionales, n.º 0901, Banco de España.

13 Los datos observados desde el inicio de la crisis muestran un aumento del 4,6 % de los salarios reales acumulado entre 2008 y 2011 en la economía de mercado, mientras que en las ramas de no mercado, tras el recorte de los salarios públicos en mayo de 2010, los salarios reales se han mantenido prácticamente estabilizados a lo largo de este período.

14 Este ejercicio debe interpretarse con las debidas cautelas, en especial porque se trata de una aproximación parcial que no tiene en cuenta la previsible reacción de la demanda agregada ante la diferente evolución del empleo y de los salarios en la economía. Teniendo en cuenta estos efectos sobre el empleo, el descenso de la actividad podría haber sido inferior, al reducirse los efectos negativos de la caída de las rentas salariales sobre el consumo y, en general, sobre la demanda agregada de la economía. Simulaciones realizadas con el Modelo Trimestral del Banco de España tienden a apuntar a que el efecto que predomina es el del impulso de la actividad tras la moderación salarial, siempre que los precios se reduzcan y no se produzca un aumento de los márgenes empresariales. Véase, por ejemplo, el recuadro 1.3 del *Informe Anual, 2011*, del Banco de España.

- FLAIG, G., y H. ROTTMANN (2001). «Input Demand and the Short and Long-Run Employment Thresholds: An Empirical Analysis for the German Manufacturing Sector», *German Economic Review*, 2 (4), pp. 367-384.
- FMI (2010). «Unemployment Dynamics during Recessions and Recoveries: Okun's Law and Beyond», capítulo 3 de *World Economic Outlook*.
- GORDO, E., J. JAREÑO y A. URTASUN (2006). *Radiografía del sector de servicios en España*, Documentos Ocasionales, n.º 0607, Banco de España.
- HURTADO, S., E. FERNÁNDEZ, E. ORTEGA y A. URTASUN (2011). *Actualización del Modelo Trimestral del Banco de España*, Documentos Ocasionales, n.º 1106, Banco de España.
- ORTEGA, E., y J. PEÑALOSA (2012). *Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM*, Documentos Ocasionales, n.º 1201, Banco de España.

Este artículo ha sido elaborado por José María Casado, Cristina Fernández y Roberto García Coria, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La evolución del empleo en el conjunto del área del euro mostró un comportamiento muy dispar a lo largo de 2011. Así, en el primer semestre del año, las cifras repuntaron, tras tres años de fuerte retroceso, impulsadas por el mayor dinamismo de la actividad que se venía registrando desde finales de 2010. Sin embargo, el deterioro de la situación económica en la segunda mitad del año se trasladó con rapidez al mercado laboral (véase gráfico 1), que se vio afectado con especial intensidad en el cuarto trimestre.

Este artículo caracteriza la evolución del empleo, la población activa y el desempleo en el conjunto del área del euro durante el año 2011, identificando los segmentos de población que han registrado un comportamiento diferencial. Para ello se ha utilizado la información que distribuye la Comisión Europea a partir de los datos recopilados en las Encuestas de Población Activa (EPA) elaboradas trimestralmente por los institutos nacionales de estadística de los países que forman el área del euro.

### El empleo

El deterioro de las perspectivas económicas del área del euro a partir del verano de 2011 tuvo un impacto muy acusado en el mercado laboral, que —tras tres años de crisis— había experimentado una cierta recuperación en el primer semestre del ejercicio, período en el que se llegaron a crear 600.000 empleos. La caída de la actividad que se registró a finales de 2011 se trasladó con rapidez a las cifras de ocupados, reflejando una elasticidad del empleo a la evolución del PIB mayor que la que se había venido registrando desde comienzos de la crisis. Así, en el conjunto del ejercicio, la destrucción neta de empleo ascendió a 100.000 puestos de trabajo<sup>1</sup> (véase cuadro 1).

El retroceso del número de ocupados se debió al descenso del empleo por cuenta propia, que reaccionó con mayor intensidad al deterioro de la actividad económica en la segunda parte del año, coincidiendo también con la intensificación de la crisis financiera y el incremento de las dificultades de acceso a la financiación reflejado en la Encuesta sobre las Condiciones de Acceso a la Financiación de las pymes en el área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés). Por su parte, el empleo por cuenta ajena acumuló un saldo positivo a lo largo del año, impulsado especialmente por su crecimiento en el segundo trimestre.

La creación de empleo asalariado se concentró, por tipo de contrato, en el empleo temporal, que registró a lo largo del año un avance del 1,1 %, mientras que el empleo indefinido se situó a finales de 2011 en el mismo nivel que en el último trimestre del año anterior. Así, la ratio de temporalidad repuntó dos décimas, hasta situarse en el 15,8 %.

Atendiendo a la duración de la jornada laboral, el empleo a tiempo completo siguió retrocediendo, y se llegaron a destruir 850.000 empleos, por encima de los 500.000 del año anterior. En cambio, el empleo a tiempo parcial creció a un ritmo mayor que el registrado

<sup>1</sup> El concepto de destrucción neta de empleo hace referencia a la variación en el número de empleados entre el cuarto trimestre de 2011 y el cuarto trimestre de 2010, es decir, la tasa de variación interanual en el último trimestre del año. Por tanto, una destrucción neta de empleo en 2011 es compatible con un ritmo promedio de crecimiento positivo, del 0,3 % (véase cuadro 1), ya que, en valor absoluto, los tres primeros trimestres registraron tasas interanuales positivas superiores al retroceso del cuarto trimestre.

**EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN LA UEM**  
Tasas de variación interanual

**CUADRO 1**

	2009	2010	2011	2009		2010				2011			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
OCUPADOS	-1,9	-0,6	0,3	-2,6	-2,0	-1,2	-0,7	-0,2	-0,2	0,2	0,6	0,3	-0,1
Por género													
Hombre	-2,9	-1,0	-0,1	-3,6	-3,0	-1,9	-1,1	-0,5	-0,3	0,0	0,2	-0,1	-0,5
Mujer	-0,6	-0,1	0,7	-1,3	-0,9	-0,3	-0,3	0,2	0,0	0,5	1,1	0,8	0,4
Por edad													
15-24 años	-5,8	-3,8	-1,7	-6,4	-5,9	-5,0	-4,1	-3,4	-2,6	-2,2	-1,3	-1,2	-2,0
25-54 años	-2,2	-0,9	-0,6	-2,9	-2,2	-1,5	-0,8	-0,7	-0,8	-0,4	-0,3	-0,7	-1,0
55-64 años	2,2	2,9	3,6	1,4	1,8	2,8	2,1	3,5	3,1	3,5	4,0	3,7	3,4
Por nivel educativo													
Estudios bajos	-1,3	-1,7	-2,5	-1,2	-1,2	-1,5	-1,9	-1,9	-1,4	-2,3	-2,6	-2,5	-2,6
Estudios medios	-0,1	0,6	0,7	-0,5	-0,2	0,4	0,7	0,8	0,5	0,9	0,9	0,5	0,2
Estudios altos	3,2	2,1	3,0	2,9	2,9	2,5	2,3	2,0	1,7	2,4	2,8	3,5	3,4
Por nacionalidad (a)													
Comunitarios	-1,8	-0,6	0,3	-2,5	-2,0	-1,1	-0,7	-0,4	-0,3	0,2	0,5	0,4	-0,1
Extracomunitarios	-3,1	0,6	0,3	-4,7	-3,2	-1,5	-1,1	2,6	2,4	1,5	1,7	-1,5	-0,5
Por ramas de actividad (b)													
Agricultura	-1,9	0,1	-3,1	-1,1	0,0	0,2	1,1	-0,6	-0,3	-3,3	-3,1	-2,9	-3,1
Industria	-6,1	-3,2	0,4	-8,2	-7,1	-5,2	-3,8	-2,3	-1,4	0,0	0,3	0,8	0,5
Construcción	-7,4	-3,5	-4,0	-9,1	-5,9	-5,7	-3,2	-2,1	-2,9	-2,8	-2,9	-4,6	-5,9
Servicios	-0,5	0,2	0,8	-0,8	-0,6	0,2	0,1	0,4	0,2	0,6	1,1	0,8	0,6
De mercado	-1,2	-0,5	0,7	-1,6	-1,3	-0,8	-0,6	-0,2	-0,3	0,1	1,4	0,9	0,5
De no mercado	0,5	1,1	0,9	0,3	0,3	1,4	0,9	1,1	0,8	1,2	0,8	0,8	0,6
ASALARIADOS	-1,8	-0,7	0,5	-2,6	-2,1	-1,3	-1,0	-0,3	-0,3	0,3	0,7	0,6	0,2
Por duración del contrato													
Indefinidos	-0,7	-1,0	0,2	-1,7	-1,5	-1,3	-1,4	-0,7	-0,6	0,1	0,3	0,4	0,0
Temporales	-7,2	0,9	1,6	-7,3	-5,0	-1,3	1,3	1,7	1,8	1,5	2,1	1,6	1,1
Por duración de la jornada													
Jornada completa	-2,6	-1,1	-0,3	-3,4	-2,9	-1,9	-1,3	-0,7	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	-0,8
Jornada parcial	0,9	1,6	2,5	1,0	1,9	2,1	1,9	1,7	0,9	2,7	2,4	2,1	2,7
AUTÓNOMOS	-1,6	0,5	-0,5	-1,4	-1,3	-0,2	0,9	1,0	0,5	0,2	0,2	-1,1	-1,4
PRO MEMORIA UEM													
Niveles, en %													
Tasa de empleo (de 16 a 64 años)	64,5	64,2	64,3	64,6	64,3	63,7	64,2	64,4	64,2	63,8	64,5	64,5	64,2
Ratio de asalarización	84,7	84,6	84,7	84,7	84,7	84,4	84,5	84,6	84,7	84,5	84,6	84,9	85,0
Ratio de temporalidad (c)	15,3	15,6	15,8	15,7	15,4	15,0	15,6	16,0	15,7	15,2	15,9	16,2	15,8
Ratio de parcialidad (d)	19,5	19,9	20,4	19,3	19,8	19,9	20,1	19,7	20,0	20,4	20,4	20,0	20,5

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Comunitarios: países pertenecientes a la Unión Europea (UE 27).

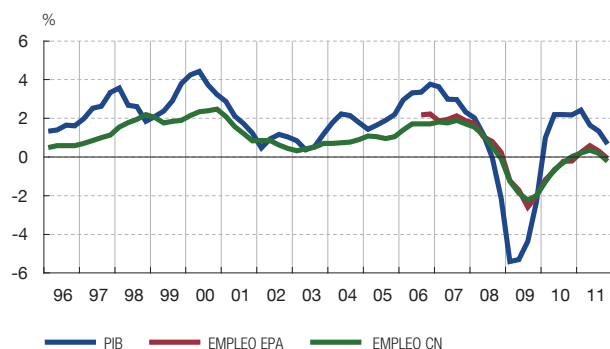
b Para construir las tasas de variación entre el año 2008 y 2009 se ha tenido en cuenta el cambio en la clasificación de actividades que supuso la CNAE-2009, en concreto en lo relativo a los servicios de mercado y de no mercado. Así, en la CNAE-2009 los servicios de mercado comprenden las actividades de Comercio, Transporte y almacenamiento, Hostelería, Información y comunicaciones, Actividades financieras y de seguros, Actividades inmobiliarias, Actividades profesionales, científicas y técnicas, y Actividades administrativas y servicios auxiliares. Por su parte, en la CNAE-1993 se incluyen Comercio, Hostelería, Transportes, Intermediación financiera y Otros servicios de mercado. En ambos casos, los servicios de no mercado engloban al resto de servicios.

c En porcentaje de asalariados.

d En porcentaje de ocupados.

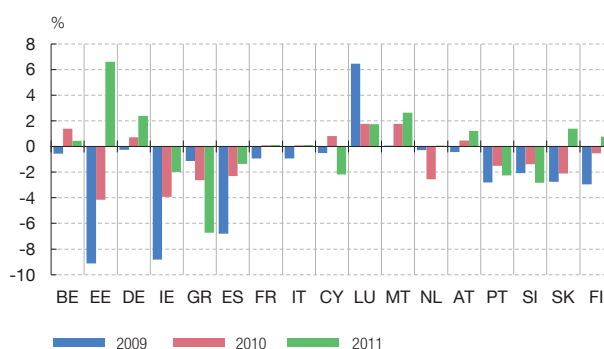
## EMPLEO Y PIB

Tasas de variación intertrimestral

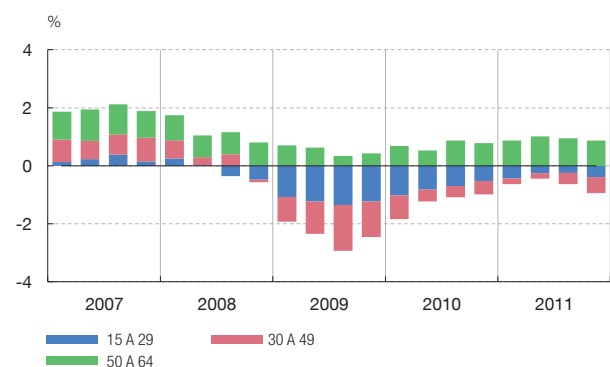


## EMPLEO POR PAÍSES

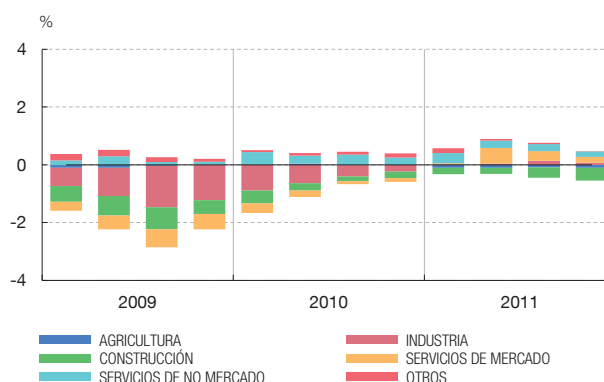
Tasa de crecimiento interanual



## CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL EMPLEO: POR GRUPOS DE EDAD



## CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL EMPLEO: POR SECTORES DE ACTIVIDAD



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

en 2010 y la ratio de parcialidad se situó a finales de 2011 en el 20,5 %, seis décimas por encima del nivel registrado en el último trimestre de 2010.

Por ramas de actividad, la destrucción del empleo se concentró en la agricultura y, especialmente, en la construcción. El impulso de los servicios, que representan un 70 % del empleo total, atenuó la fuerte contribución negativa de la construcción al crecimiento del empleo (véase panel inferior del gráfico 1). Además, la industria generó empleo neto a lo largo del año, aunque también se vio afectada por la debilidad de la actividad económica a finales de 2011.

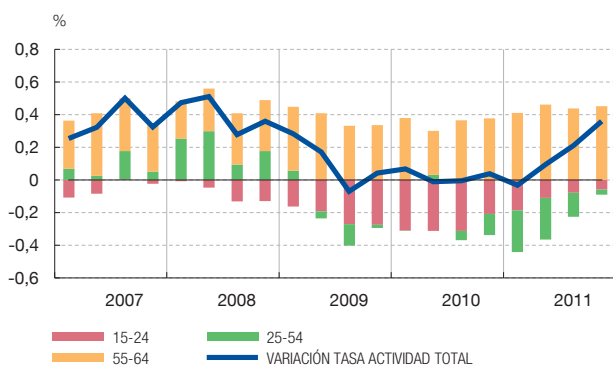
La destrucción de empleo continuó incidiendo con mayor intensidad en la población masculina, que retrocedió en más de 400.000 empleos a lo largo de año. Por su parte, las mujeres, por primera vez desde el inicio de la crisis, registraron tasas interanuales de crecimiento del empleo positivas en todos los trimestres del año, creándose cerca de 300.000 puestos de trabajo. Así, la tasa de empleo femenino avanzó desde el 57,9 % hasta el 58,2 %, mientras que la masculina disminuyó en 0,1 pp.

Con respecto a la nacionalidad, la destrucción de empleo afectó tanto a los trabajadores comunitarios como a los extracomunitarios, aunque con mayor intensidad en el caso de los segundos.

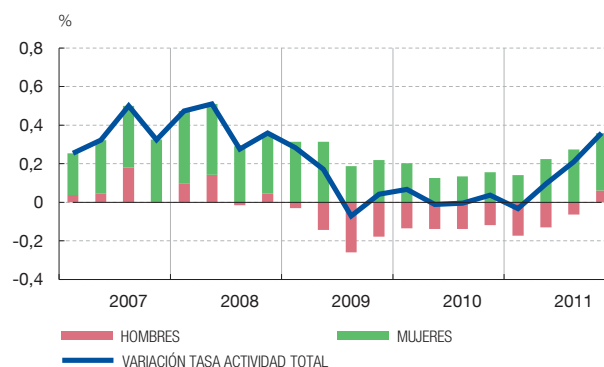
Por grupos de edad, y siguiendo la misma dinámica que en años anteriores, la destrucción de empleo se concentró en la cohorte más joven y en la de mediana edad. Por su parte,



POR EDAD



POR GÉNERO



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

llama la atención el sostenido dinamismo del empleo de la cohorte de trabajadores de mayor edad, cuya contribución positiva, en parte explicada por el retraso en la edad efectiva de jubilación, aminoró la aportación negativa del resto de las cohortes a la evolución del empleo (véase panel inferior del gráfico 1 y recuadro 1).

Atendiendo al nivel educativo, el comportamiento fue muy heterogéneo. Mientras que el empleo de los trabajadores de baja cualificación retrocedió en todos los trimestres del año, el de los trabajadores con estudios universitarios mostró un sostenido dinamismo. Por su parte, entre los trabajadores con estudios medios se crearon 200.000 empleos a lo largo del año, a pesar del deterioro registrado en el segundo semestre.

Finalmente, por países, la destrucción de empleo estuvo concentrada en España, Irlanda, Grecia y Portugal. Sin embargo, en todos ellos, con la excepción de Grecia, el empleo se redujo en 2011 a un ritmo inferior al del año anterior. Por su parte, en Francia e Italia el empleo se mantuvo en niveles similares a los de finales de 2010, mientras que en Alemania se incrementó a un ritmo superior al de los años previos (véase panel superior del gráfico 1).

### La población activa

Durante el año 2011, la población activa recuperó parte del dinamismo que había mostrado en los años previos a la crisis. Así, el número de activos alcanzó los niveles de finales de 2008, tras un crecimiento promedio del 0,3 %. Por su parte, la población en edad de trabajar se mantuvo prácticamente estable, con lo que la tasa de actividad avanzó ligeramente, hasta alcanzar el 71,5 %, una décima más que en 2010.

Por género, el aumento de la actividad a nivel agregado estuvo liderado por la población femenina, cuya participación aumentó 0,4 pp, hasta situarse en el 65 % (véase gráfico 2). Parte de este aumento continuado de la presencia de la mujer en el mercado laboral en los últimos años se explica por el esfuerzo por compensar la pérdida de ingresos domésticos. En el caso de los varones, el ritmo de disminución de su participación se moderó, situándose su tasa de actividad promedio en el 78,1 %, una décima inferior a la del año previo.

Atendiendo al desglose por nacionalidad, se observa que la población comunitaria desempeñó un papel destacado en el ligero avance de la participación. De este modo, su tasa de actividad alcanzó el 71,7 %, dos décimas más que en el año previo, mientras que la participación de la población extracomunitaria se redujo en 2 pp, hasta el 68,9 %.

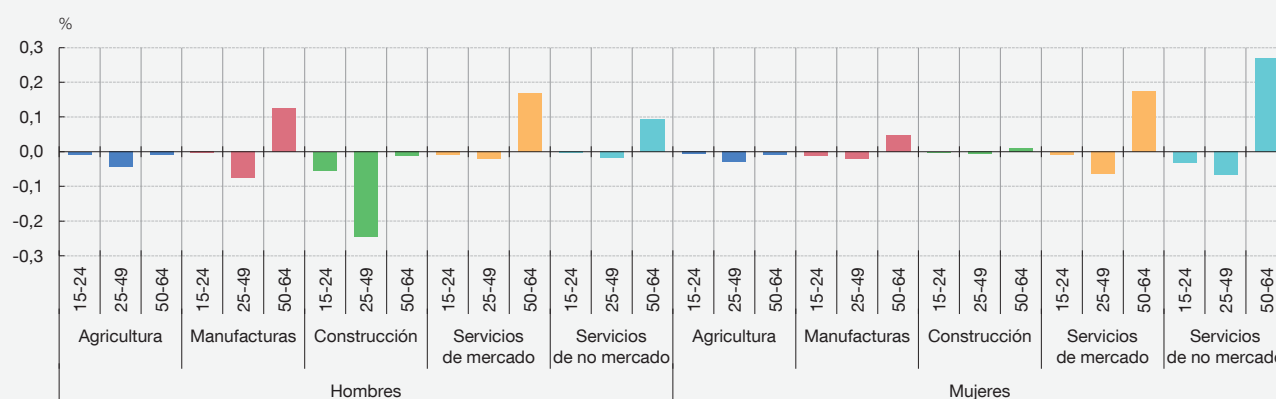
A pesar de que en 2011 se destruyó empleo, el análisis demográfico muestra que en determinados grupos el número de ocupados avanzó. Así, la creación de puestos de trabajo se centró en la población femenina, la cohorte de mayor edad y los individuos con mayor nivel de estudios. Además, fue en el sector servicios y en el de la industria donde se registraron los avances del empleo. Sin embargo, a partir de estos datos resulta difícil caracterizar el perfil del individuo entrante al nuevo empleo. Para ello, y utilizando en esta ocasión los cruces demográficos multidimensionales, se han construido las contribuciones a la tasa de crecimiento del empleo de los 30 grupos poblacionales resultantes de la intersección de tres cohortes de edad, género y cinco sectores de actividad.

El resultado de este ejercicio refleja que, independientemente del sector y el género, el impulso al empleo en 2011 procedió del comportamiento de la cohorte de mayor edad. Así, el creciente dinamismo del empleo de la cohorte comprendida entre los 50 y los 64 años de edad, ocupada, fundamentalmente, en el sector servicios de mercado y no mercado, aminoró la contribución negativa de la población masculina empleada en el sector de la construcción.

Esta tendencia se replica también incluso entre los mayores de 65 años. Así, en 2011 el número de ocupados de este grupo poblacional creció en un 6,2 %, tras el 5,9 % del año anterior.

Este impulso de la cohorte de mayor edad podría tener su origen en nuevas incorporaciones al mundo laboral o, lo que parece más probable, en una prolongación de la vida laboral de los trabajadores. Entre los factores que pueden estar impulsando el mantenimiento en la actividad de los trabajadores se encuentra la pérdida de riqueza financiera, como consecuencia del negativo comportamiento durante la crisis de los activos vinculados a los fondos de pensiones, así como la disminución del flujo de rentas derivado de la riqueza no financiera. Además, las reformas llevadas a cabo en diversos países de la UEM han contribuido a alargar la edad legal y efectiva de jubilación de los trabajadores, con la finalidad de garantizar la sostenibilidad de los sistemas de pensiones. Pero, a su vez, la virulencia con la que el desempleo ha afectado a la población más joven está obligando a los mayores a permanecer en el mercado de trabajo, con la finalidad de mantener la renta del hogar.

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL EMPLEO. DESGLOSE POR GÉNERO, ACTIVIDAD Y EDAD



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

Por edad, la tasa de actividad de la población más joven cayó 0,3 pp, hasta el 56,8 %, debido probablemente a la prolongación de la formación ante las dificultades de acceder al mercado laboral. Sin embargo, entre los mayores —la cohorte de 50-64 años—, la tasa de actividad continuó creciendo a ritmos similares a los de años previos, hasta el 62 %, y para aquellos entre 30 y 49 años permaneció en el 86,6 %.

En función del nivel educativo no se perciben cambios en las tasas de participación, a excepción de la población con estudios medios, cuya tasa se redujo en dos décimas, hasta el 77,5 %. Por su parte, la población con educación baja y superior mantuvieron sus tasas de participación en el 64,4 % y en el 87 %, respectivamente.

## EVOLUCIÓN DE LA TASA DE PARTICIPACIÓN EN LA UEM

CUADRO 2

	2009	2010	2011	2009		2010				2011			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
POBLACIÓN ACTIVA 16-64 AÑOS. TASAS INTERANUALES	0,3	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,3	0,5	0,5
Comunitarios (a)	0,1	0,0	0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,5
Extracomunitarios	3,3	1,1	0,6	1,7	2,4	0,7	-0,4	2,5	1,7	0,1	1,2	-0,3	1,3
POBLACIÓN TOTAL 16-64 AÑOS. TASAS INTERANUALES	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,0
Comunitarios	-0,1	0,0	0,1	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,2	-0,1
Extracomunitarios	3,8	1,1	0,8	3,7	3,5	1,9	0,2	1,4	1,0	0,9	0,9	0,1	1,4
TASA DE ACTIVIDAD	71,4	71,4	71,5	71,4	71,4	71,3	71,4	71,4	71,5	71,2	71,5	71,6	71,8
Por género													
Varones	78,4	78,2	78,1	78,5	78,3	78,2	78,3	78,3	78,1	77,9	78,1	78,2	78,3
Mujeres	64,3	64,6	65,0	64,3	64,5	64,4	64,5	64,5	64,8	64,6	65,0	65,0	65,4
Por edades													
Entre 15 y 29 años	58,0	57,1	56,8	58,6	57,5	56,9	57,0	57,5	56,9	56,4	56,6	57,5	56,8
Entre 30 y 49 años	86,5	86,6	86,6	86,3	86,7	86,6	86,8	86,4	86,7	86,5	86,7	86,3	86,9
Entre 50 y 64 años	60,2	61,0	62,0	60,1	60,5	60,7	60,9	61,1	61,3	61,4	62,0	62,1	62,6
Por nivel educativo													
Estudios bajos	64,4	64,4	64,4	64,0	64,5	64,4	64,5	64,2	64,4	64,2	64,5	64,2	64,8
Estudios medios	77,9	77,7	77,5	78,0	77,8	77,6	77,7	77,7	77,7	77,3	77,5	77,6	77,7
Estudios altos	87,0	86,9	87,0	86,7	87,0	87,0	87,1	86,6	86,8	87,1	87,3	86,7	87,1
Por nacionalidad													
Comunitarios	71,5	71,5	71,7	71,6	71,6	71,4	71,6	71,5	71,6	71,4	71,6	71,8	72,0
Extracomunitarios	69,1	69,1	68,9	68,5	68,5	68,9	69,2	69,2	69,0	68,4	69,4	68,9	68,9
Por países													
Bélgica	66,9	67,7	66,7	66,9	67,3	67,7	66,9	67,9	68,1	66,0	66,9	66,9	67,0
Estonia	74,0	73,8	74,7	74,6	73,4	74,0	73,6	73,7	73,8	74,2	74,4	75,7	74,4
Alemania	76,3	76,6	77,2	76,4	76,7	76,4	76,5	76,7	76,8	76,8	77,1	77,4	77,6
Irlanda	70,2	69,5	69,4	70,9	69,3	68,7	70,1	70,1	69,2	68,8	69,7	69,7	69,5
Grecia	67,8	68,2	67,7	68,1	67,9	68,2	68,3	68,3	68,1	67,8	67,6	67,6	67,7
España	73,0	73,4	73,7	72,9	72,8	73,1	73,4	73,5	73,4	73,4	73,8	73,9	73,7
Francia	70,5	70,5	70,4	70,7	70,4	70,4	70,4	70,8	70,3	70,1	70,2	70,7	70,5
Italia	62,4	62,2	62,3	62,1	62,5	62,4	62,5	61,4	62,5	62,2	62,2	61,7	63,0
Chipre	74,0	74,4	74,0	74,2	74,6	74,4	74,7	74,4	74,3	74,5	74,4	73,3	73,5
Luxemburgo	68,7	68,2	68,0	68,8	68,5	68,2	67,4	68,8	68,4	69,3	67,4	67,9	67,2
Malta	59,1	60,3	61,6	59,2	59,5	59,9	60,1	60,9	60,4	61,4	61,5	62,0	61,4
Holanda	79,7	78,2	78,4	79,7	79,5	78,0	78,2	78,3	78,2	78,0	78,0	78,4	79,1
Austria	75,3	75,1	75,3	76,3	75,2	74,1	74,8	76,0	75,5	74,5	75,2	75,9	75,5
Portugal	73,7	74,0	74,1	73,4	73,6	74,1	74,0	74,0	73,9	74,3	74,3	74,2	73,7
Eslovenia	71,8	71,5	70,3	73,0	72,2	71,5	71,7	71,4	71,4	69,8	69,9	70,7	70,7
Eslovaquia	68,4	68,7	68,9	68,8	68,7	68,4	68,5	68,9	68,9	68,6	68,7	69,0	69,2
Finlandia	75,0	74,5	75,0	75,0	73,4	73,4	76,6	74,8	73,2	73,6	77,0	75,5	73,8

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Comunitarios: países pertenecientes a la Unión Europea (UE 27).

Finalmente, la evolución de la tasa de participación por países fue muy heterogénea. Por un lado, destacan Malta y Estonia como países que experimentaron un mayor incremento, mientras que Bélgica, Grecia y, sobre todo, Eslovenia mostraron un intenso retroceso. Sin embargo, el ligero aumento de la tasa de actividad total agregada estuvo impulsado por el avance registrado en Alemania y, en menor medida, por el de Italia (véase gráfico 3). Por su parte, Bélgica, Grecia, Irlanda, Francia y Eslovenia fueron los países que más lastraron el avance de la tasa de actividad del conjunto del área del euro.

## El desempleo

A pesar de la recuperación del empleo registrada en la primera mitad del año, el desempleo aumentó a lo largo de 2011 en casi un millón de personas, con lo que la tasa de paro repuntó en el cuarto trimestre hasta el 10,6 % (véase cuadro 3). Este incremento estuvo impulsado por el deterioro en la creación de empleo a finales del período, pero también por el avance de la población en edad de trabajar, tras el estancamiento del año anterior.

El comportamiento del desempleo por países ha vuelto a ser muy heterogéneo, acentuándose las diferencias existentes entre las distintas economías del área del euro. Así, en promedio, el desempleo avanzó en mayor cuantía en aquellos países con tasas de paro superiores al 14 %, esto es, España, Grecia, Irlanda y Portugal. Sin embargo, en Alemania, Austria y Holanda, países en los que las tasas de paro se sitúan en el entorno del 5 %, el número de desempleados continuó retrocediendo durante la mayor parte del año, especialmente en Alemania, donde el descenso del número de desempleados superó el 15 %.

Por género, la caída del desempleo en la primera mitad del año se materializó en mayor medida entre los varones, cuya tasa de paro retrocedió hasta el 9,6 % en la parte central de 2011. Sin embargo, el deterioro del empleo en el último trimestre, mencionado anteriormente, se tradujo en repuntes en la tasa de paro, hasta el 10,4 % y el 10,9 % para hombres y mujeres, respectivamente. Por edad y nivel de estudios, sorprende el avance continuado, a lo largo del año, del número de desempleados entre los trabajadores de mayor edad y entre aquellos con mayor nivel de formación; precisamente los grupos poblacionales en los que más creció también el empleo, por lo que sus tasas de desempleo no repuntaron excesivamente. Así, los mayores incrementos en las tasas de paro tuvieron lugar entre los individuos más jóvenes y aquellos con menor formación, que avanzaron a lo largo del año en 0,8 pp y 1,5 pp, hasta situarse en el 17,7 % y el 17,6 %, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2011.

Por nacionalidad, el número de desempleados creció tanto entre la población comunitaria como entre los extracomunitarios, aunque a mayor ritmo entre los segundos, por lo que la diferencia en la tasa de paro entre ambos grupos se amplió hasta los 11,8 pp, en promedio del año.

Finalmente, la incidencia del paro de larga duración continuó aumentando de tal forma que, al final del año, más de la mitad de los desempleados llevaban al menos doce meses buscando activamente un empleo. Este indicador es especialmente alto entre la cohorte de mayor edad; sin embargo, es entre los más jóvenes donde más empeoró, registrando cada trimestre un nuevo máximo histórico (véase gráfico 3).

## Conclusiones

A pesar de que el año 2011 comenzó con una recuperación del empleo y un retroceso del desempleo, la pérdida de dinamismo de la actividad de la zona del euro en la última parte del año interrumpió la incipiente mejora del mercado de trabajo. Así, el ejercicio se cerró con una destrucción neta de 100.000 empleos y un repunte de la tasa de paro, hasta alcanzar el 10,6 %. La destrucción de empleo estuvo concentrada en el sector de

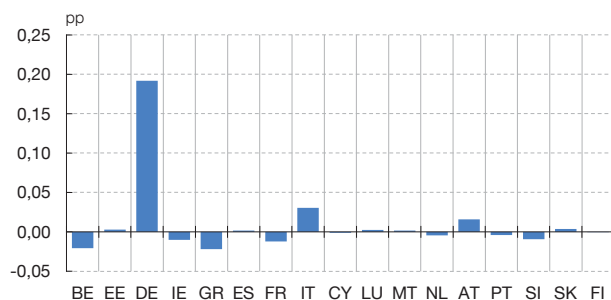
	2009	2010	2011	2009		2010				2011			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
DESEMPLEO. TASAS INTERANUALES	26,4	6,1	0,9	29,7	24,3	13,0	7,0	3,0	1,8	-1,8	-2,2	1,8	5,9
TASA DE PARO	9,6	10,1	10,2	9,5	9,9	10,6	10,1	9,8	10,1	10,4	9,8	9,9	10,6
Por género													
Varones	9,4	10,0	10,0	9,3	9,8	10,6	10,0	9,6	9,8	10,3	9,6	9,6	10,4
Mujeres	9,8	10,3	10,5	9,8	10,1	10,6	10,2	10,1	10,5	10,6	10,0	10,3	10,9
Por edades													
Entre 15 y 29 años	16,1	17,0	17,1	16,3	16,7	17,7	16,8	16,6	16,9	17,5	16,5	16,8	17,7
Entre 30 y 49 años	8,1	8,8	8,9	8,0	8,5	9,2	8,7	8,4	8,8	9,1	8,5	8,7	9,4
Entre 50 y 64 años	6,8	7,3	7,3	6,7	7,1	7,6	7,2	6,9	7,3	7,5	7,1	7,0	7,5
Por nivel educativo													
Estudios bajos	14,6	16,0	16,6	14,4	15,4	16,5	15,9	15,4	16,1	16,7	16,0	16,0	17,6
Estudios medios	8,3	8,6	8,5	8,2	8,6	9,3	8,6	8,2	8,5	9,0	8,1	8,2	8,8
Estudios altos	5,5	5,9	6,1	5,7	5,8	6,0	5,6	6,0	6,1	6,0	5,8	6,2	6,4
Por nacionalidad (a)													
Comunitarios	8,9	9,5	9,5	8,9	9,2	9,9	9,4	9,2	9,4	9,8	9,1	9,3	9,9
Extracomunitarios	20,7	21,1	21,3	19,9	21,4	22,6	21,0	19,8	20,9	21,6	20,6	20,7	22,2
Por países													
Bélgica	8,0	8,4	7,2	8,3	8,1	8,7	8,2	8,7	7,9	7,2	6,6	7,8	7,1
Estonia	14,1	17,3	12,8	15,0	15,9	20,4	19,2	15,7	13,8	14,7	13,6	11,2	11,5
Alemania	7,9	7,2	6,0	8,0	7,4	8,1	7,1	6,8	6,6	6,8	6,0	5,8	5,5
Irlanda	12,0	13,8	14,7	12,8	12,6	13,1	13,8	14,0	14,2	14,3	14,6	15,1	14,6
Grecia	9,6	12,7	17,9	9,4	10,5	11,9	12,0	12,6	14,4	16,1	16,6	17,9	20,9
España	18,1	20,2	21,4	18,0	18,9	20,2	20,2	19,9	20,5	21,4	21,0	21,7	23,0
Francia	9,2	9,4	9,3	9,0	9,8	9,8	9,0	9,2	9,5	9,6	8,8	9,1	9,7
Italia	7,9	8,5	8,5	7,4	8,7	9,2	8,5	7,7	8,8	8,7	7,9	7,8	9,7
Chipre	5,4	6,4	7,9	5,6	6,2	7,5	6,6	5,9	5,5	7,6	7,3	7,9	9,0
Luxemburgo	5,5	4,8	5,3	4,4	5,3	4,9	4,2	3,9	4,6	5,3	5,3	4,4	4,8
Malta	7,0	7,0	6,5	6,9	7,4	7,3	6,8	6,9	6,9	6,5	6,8	6,2	6,6
Holanda	3,4	4,5	4,4	3,4	3,8	4,9	4,5	4,3	4,3	4,6	4,2	4,2	4,8
Austria	4,9	4,5	4,2	5,2	4,8	4,8	4,5	4,5	4,1	4,6	4,1	3,7	4,3
Portugal	10,0	11,4	13,4	10,4	10,7	11,2	11,2	11,5	11,8	13,0	12,8	13,0	14,7
Esovenia	6,0	7,4	8,3	6,3	6,6	7,3	7,3	7,2	7,9	8,7	7,8	8,0	8,9
Eslovaquia	12,1	14,4	13,6	12,6	13,9	15,2	14,4	14,2	13,9	13,9	13,2	13,2	14,0
Finlandia	8,3	8,5	7,9	7,6	8,3	9,4	9,7	7,4	7,5	8,7	9,0	6,9	7,0
PARO DE LARGA DURACIÓN													
Incidencia (b)	39,3	46,9	50,1	40,0	42,0	44,1	47,1	47,8	48,5	48,7	50,4	50,4	50,7
Por género													
Varones	37,6	47,3	50,5	38,4	41,1	43,2	47,9	48,4	49,6	48,8	50,7	51,2	51,3
Mujeres	41,4	46,4	49,6	41,8	42,9	45,2	46,2	47,1	47,3	48,6	50,0	49,5	50,1
Por edades													
Entre 15 y 24 años	28,6	34,9	36,7	28,8	31,6	33,4	35,3	35,0	36,1	35,7	36,8	36,3	38,0
Entre 25 y 54 años	40,5	48,4	51,9	41,4	42,9	45,2	48,7	49,6	50,0	50,3	52,4	52,5	52,3
Entre 55 y 64 años	56,8	61,8	64,7	57,8	58,7	59,0	61,8	62,9	63,5	64,1	64,1	65,6	65,2

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

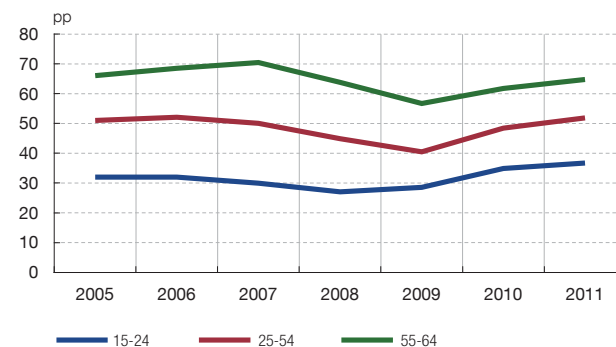
a Comunitarios: países pertenecientes a la Unión Europea (UE 27).

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

CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN ENTRE 2010 Y 2011 DE LA TASA DE ACTIVIDAD TOTAL



PORCENTAJE DE PARADOS QUE LLEVAN 12 MESES O MÁS DESEMPLEADOS SOBRE EL TOTAL DE PARADOS



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

la construcción, que intensificó su deterioro a lo largo del año, y afectó con particular intensidad a los jóvenes, especialmente a los hombres y a los trabajadores de menor cualificación. En sentido contrario destaca la favorable evolución del empleo de la cohorte de mayor edad.

Se acentuaron también las diferencias entre los países con fuerte dinamismo en la creación de empleo y bajas tasas de paro y aquellos con un continuado retroceso del número de ocupados y alta incidencia del desempleo. La constatación de esta heterogeneidad en los resultados del mercado laboral ha propiciado el desarrollo de reformas laborales en distintos países de la zona del euro con los objetivos, entre otros, de impulsar la contratación, flexibilizar la negociación colectiva e incrementar los incentivos a la búsqueda activa de empleo.

Finalmente, la debilidad en el ritmo de creación de empleo provocó nuevos repuntes en la incidencia del desempleo de larga duración, de tal forma que, a finales de 2011, uno de cada dos desempleados de la zona del euro llevaba al menos 12 meses buscando activamente un empleo. Además, el hecho de que gran parte de la destrucción de empleo responda a un cambio en el patrón sectorial de crecimiento agudiza la necesidad de impulsar instrumentos que aumenten la empleabilidad de estos desempleados con el fin de evitar que queden finalmente desplazados del mercado de trabajo.

13.7.2012.





Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Francisco Alonso, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Durante los años previos al inicio de la crisis se produjo una notable expansión de los mercados de deuda privada en España, y en particular de los vinculados con el sistema financiero. Este dinamismo se vio impulsado por las elevadas necesidades de financiación de este sector, que pudieron ser cubiertas a través de estos mercados a unos tipos de interés reducidos gracias a las holgadas condiciones de financiación, que se vieron favorecidas por la pertenencia de nuestro país a la UEM y por las políticas monetarias expansivas y el clima de infravaloración de riesgos que entonces prevalecían a escala global. Esta situación cambió radicalmente a partir del segundo semestre de 2007, tras la crisis financiera asociada a las hipotecas *subprime*. La revaluación de los riesgos que acompañó a este suceso y la crisis económica posterior incidieron de forma importante en estos mercados, lo que se reflejó en un fuerte descenso de la actividad emisora y en repuntes de las primas de riesgo. Esta pauta se intensificó a partir de 2010 con la crisis de la deuda soberana en la UEM.

En este artículo se describen los desarrollos más relevantes de la evolución de los mercados de renta fija privada durante los últimos doce años, distinguiéndose dos subperíodos: el anterior a la crisis, que cubre el período comprendido entre 2000 y 2006 (tratado en la sección 2), y el que abarca desde 2007 a 2011 (analizado en la sección 3). En cada uno de estos apartados se examina el curso de los volúmenes netos emitidos y los saldos vivos (con un desglose por emisores, instrumentos y tenedores) y de las primas de riesgo. Finalmente, en el último epígrafe se resumen las principales conclusiones.

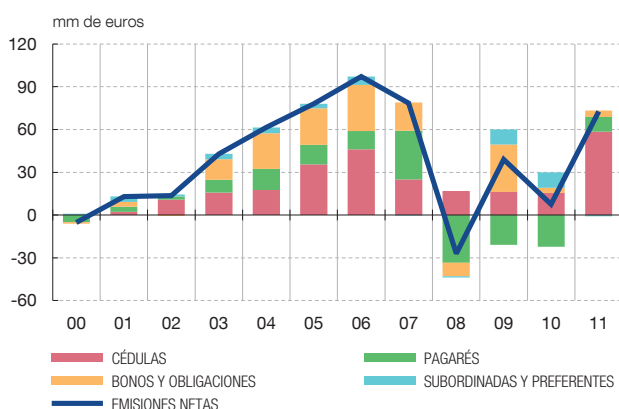
### Evolución de los mercados de renta fija privada antes de la crisis

Entre 2000 y 2006, los mercados primarios de valores de renta fija privada experimentaron una rápida expansión (véase gráfico 1). Así, el volumen de emisiones netas presentó una tendencia creciente, pasando de 29 mm en 2000 a 219 mm en 2006 (incluyendo las operaciones realizadas por filiales no residentes de empresas financieras y no financieras españolas). El grueso de estos importes se explica por el sector financiero, ya que la actividad de las sociedades no financieras (SNF) continuó siendo residual y, de hecho, mostró un escaso dinamismo durante dicho período. Esta evolución llevó a que el saldo vivo de los títulos emitidos por el sistema financiero (incluyendo las filiales no residentes) pasara del 21 % del PIB en 2000 al 75 % en 2006 (véase gráfico 2). Por el contrario, la deuda viva de las SNF (incluyendo las filiales no residentes) apenas varió, en términos del PIB, durante esta etapa, situándose entre el 6 % y el 8 %.

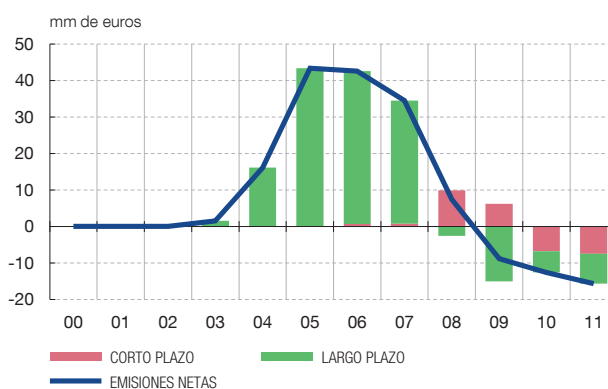
El auge de las emisiones de valores de renta fija del sistema financiero se vio estimulado por las elevadas necesidades de financiación de las entidades de crédito (EC), cuyos depósitos no alcanzaban para financiar la expansión del crédito, y por las favorables condiciones existentes en los mercados financieros internacionales, asociadas a las políticas monetarias expansivas y al contexto de infravaloración de riesgos a escala global.

El desglose por instrumentos de las emisiones realizadas por el sistema financiero muestra una expansión relativamente generalizada, si bien destaca el fuerte auge de los bonos de titulización (que son emitidos por los fondos de titulización) y, en menor medida,

## ENTIDADES DE CRÉDITO



## FILIALES RESIDENTES DE ENTIDADES DE CRÉDITO



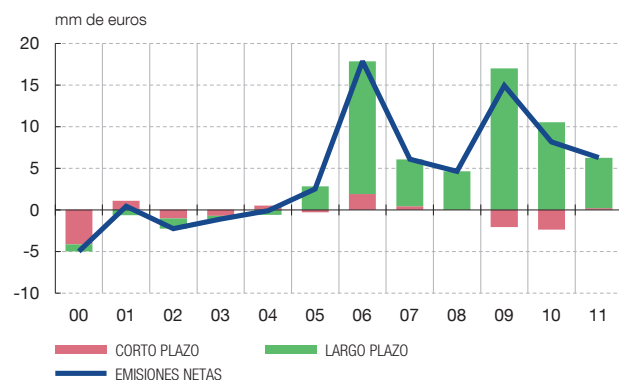
## FILIALES NO RESIDENTES DE ENTIDADES DE CRÉDITO



## FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO



## SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y SUS FILIALES RESIDENTES



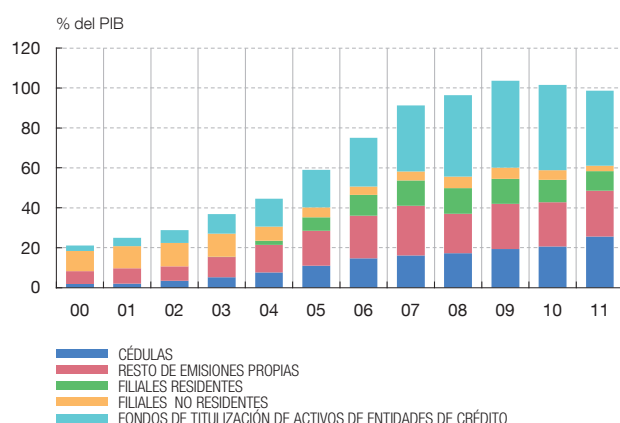
## FILIALES NO RESIDENTES DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS



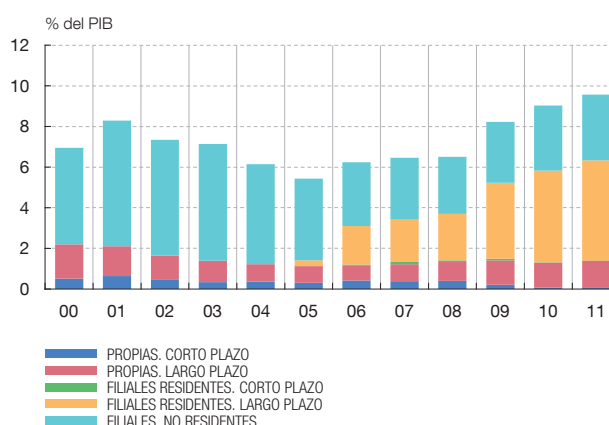
FUENTE: Banco de España.

de las cédulas hipotecarias (emitidas por las propias EC). Así, el saldo vivo conjunto de estos activos, en relación con el PIB, pasó del 5 % en 2000 al 39 % en 2006, y en términos relativos su peso sobre el total de títulos emitidos por el sistema financiero pasó del 22 % al 52 % entre esos dos años (véase gráfico 2). El mayor dinamismo de estos instrumentos fue consecuencia tanto del notable avance de los préstamos hipotecarios (que son los principales activos titulizados o que actúan como garantía, en el caso de las cédulas) como de la gran aceptación que tuvieron entre los inversores internacionales

ENTIDADES DE CRÉDITO, FILIALES Y FONDOS DE TITULIZACIÓN



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y FILIALES



FUENTE: Banco de España.

al contar con unas calificaciones crediticias elevadas<sup>1</sup>. Por plazos, destaca el marcado protagonismo de las emisiones con un horizonte medio y largo, lo que limitaba los riesgos de refinanciación.

Como se aprecia en el gráfico 1, las emisiones netas de las filiales residentes de las EC también experimentaron un avance significativo a partir de 2004, mientras que las de filiales no residentes fueron negativas (las amortizaciones superaron al volumen obtenido en las nuevas emisiones) entre 2004 y 2006. Entre otros motivos, esta evolución refleja el impacto de la Ley 19/2003, que incentivó el desplazamiento de las emisiones desde las filiales en el exterior hacia las residentes, por las ventajas fiscales y administrativas que introdujo para la operativa de estas últimas<sup>2</sup>.

En el caso de las SNF, el grueso de la actividad entre 2000 y 2003 descansó en las filiales no residentes, pero a partir de ese año, al igual que ocurrió con las entidades financieras, se observó un cierto desplazamiento hacia el mercado nacional, proceso que se vio favorecido también por la Ley 19/2003, que afectó igualmente a este tipo de empresas. En conjunto, la emisión neta de las SNF y de sus filiales residentes y no residentes fue de solo 28 mm de euros entre 2000 y 2006.

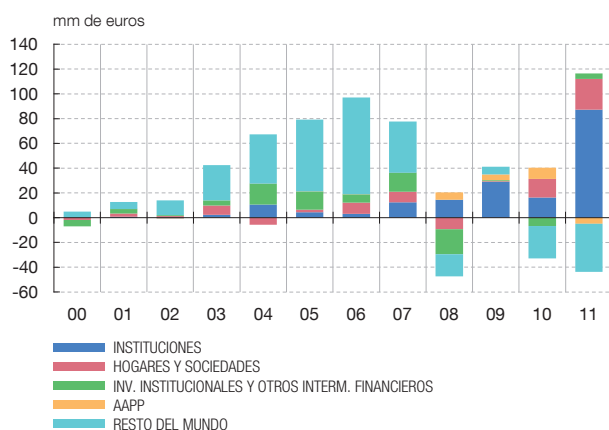
El desglose por tenedores de las emisiones muestra cómo el grueso de los fondos netos captados entre 2000 y 2006 en los mercados de renta fija procedió de los inversores no residentes. Concretamente, durante dicho período estos agentes adquirieron el 80 % de la financiación neta obtenida por los sectores residentes privados en los mercados de deuda<sup>3</sup> (véase gráfico 3). Estas compras se concentraron en los pasivos del sector financiero, tanto de las EC como de otros intermediarios financieros (categoría que incluye fundamentalmente los fondos de titulización, aunque también las filiales de las EC y de las SNF). Por el contrario, la inversión

<sup>1</sup> La elevada calificación crediticia resultaba de las mejoras crediticias en el caso de los bonos de titulización (que hacían que el riesgo fuera más reducido que el de la cartera titulizada), y de las garantías proporcionadas por la cartera de préstamos en el caso de las cédulas.

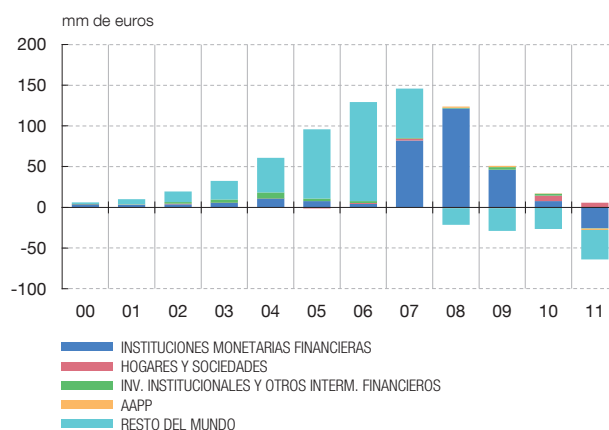
<sup>2</sup> Para un mayor detalle de esta evolución, véase V. García-Vaquero y J. M. Marqués (2008), «La evolución de los mercados primarios de valores en España durante la década actual», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.

<sup>3</sup> En estas cifras no se incluyen las emisiones realizadas por las filiales no residentes, ya que no se dispone de esta información.

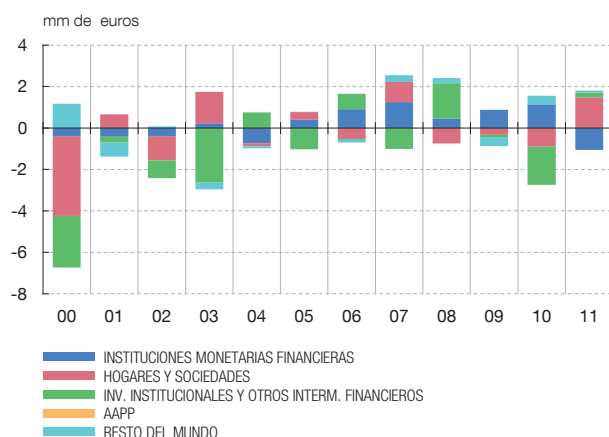
## ENTIDADES DE CRÉDITO



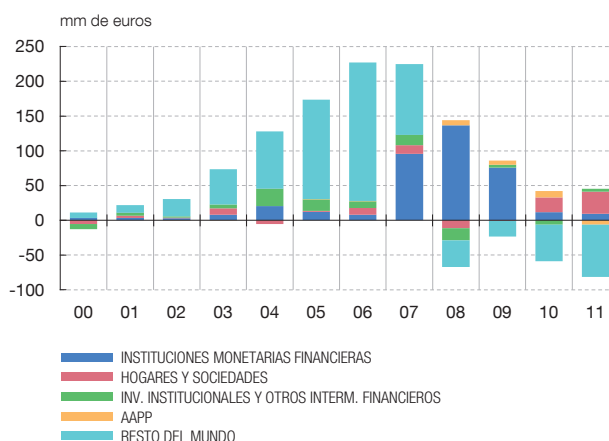
## OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (a)



## SOCIEDADES NO FINANCIERAS



## TOTAL



FUENTE: Banco de España.

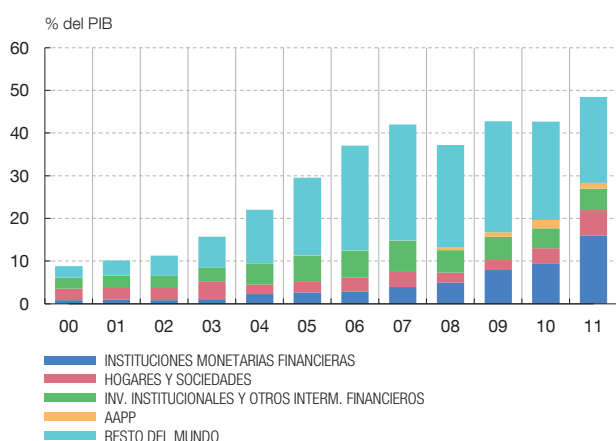
a Incluye filiales residentes de empresas financieras y no financieras y fondos de titulización.

neta del resto del mundo en los títulos emitidos por las SNF fue marginal. Estas cifras ilustran cómo los mercados de deuda privada fueron el principal vehículo a través del cual la economía española cubrió las cuantiosas necesidades de financiación durante esta etapa expansiva.

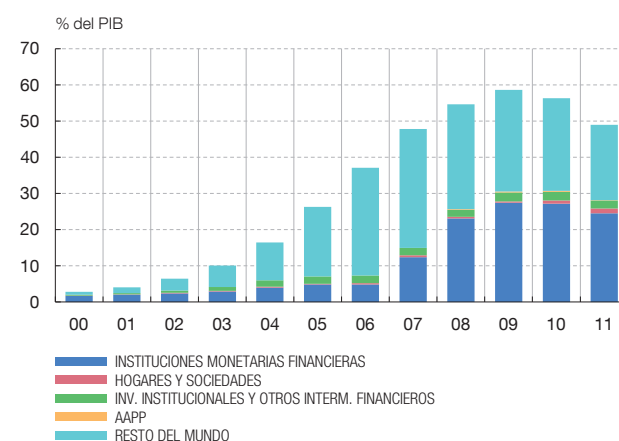
En términos de saldos vivos, las tenencias de los inversores no residentes de títulos de renta fija privada emitidos por los agentes nacionales pasaron del 4 % al 54 % del PIB entre 2000 y 2006 (véase gráfico 4). En esta última fecha, su peso relativo se situaba en el 72 % respecto al total de la deuda viva. De nuevo, su participación era muy elevada en los valores del sistema financiero, pero escasa en el caso de los pasivos de las SNF.

Las emisiones realizadas por el sector privado se realizaron con unas primas de riesgo reducidas y relativamente estables, como ilustran las primas negociadas en los derivados crediticios, a excepción del repunte puntual que se observó durante el primer semestre de 2002, y que afectó tanto a las empresas financieras como a las no financieras, aunque con distinta intensidad (véase gráfico 5). Ello muestra la facilidad con la que se colocaron estos títulos, reflejo, como se ha dicho anteriormente, de las holgadas condiciones de financiación en los mercados financieros internacionales durante este período.

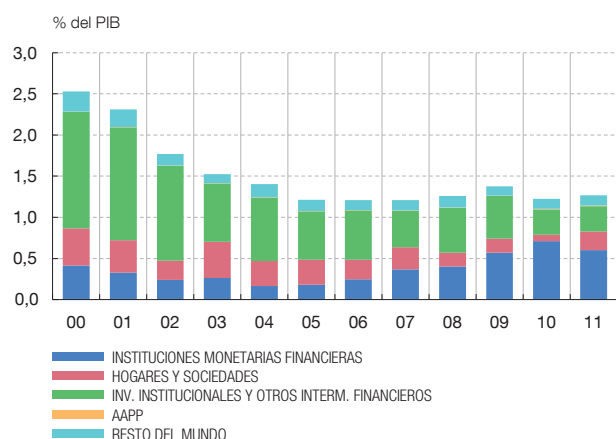
## ENTIDADES DE CRÉDITO



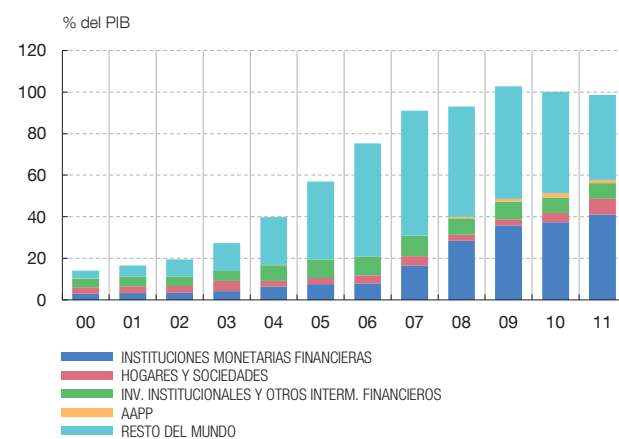
## OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (a)



## SOCIEDADES NO FINANCIERAS



## TOTAL



FUENTE: Banco de España.

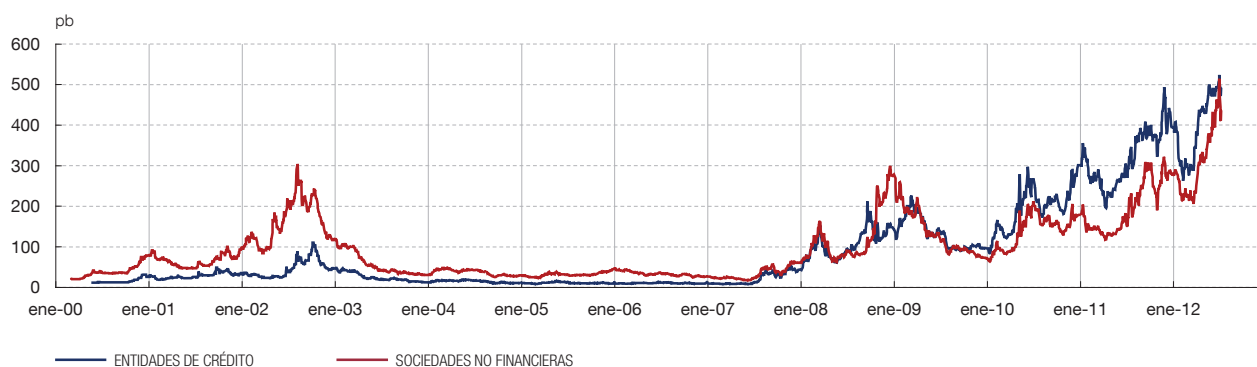
a Incluye filiales residentes de empresas financieras y no financieras y fondos de titulización.

## Evolución de los mercados de renta fija privada a partir de 2007

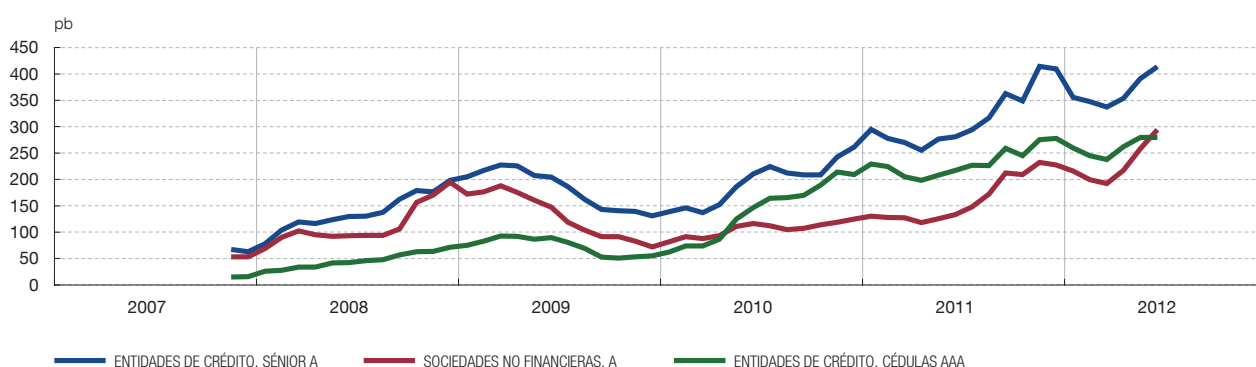
Tras el inicio de la crisis de las hipotecas *subprime*, en agosto de 2007, la evolución de los mercados de deuda privada cambió sustancialmente. El segmento que se vio en un primer momento más afectado fue el de los valores de titulización, ya que dicha crisis generó una elevada desconfianza hacia estos instrumentos, que dificultó enormemente su colocación entre los inversores, hasta tal punto que desde entonces las entidades originadoras apenas han obtenido nuevos fondos en dicho mercado. Las emisiones continuaron a buen ritmo en 2007 y 2008, pero la mayor parte de los nuevos títulos fue adquirida por las propias entidades con el fin de aumentar el volumen de activos de garantía para utilizar en las operaciones de liquidez del Eurosistema. Posteriormente, la actividad se redujo, registrándose una oferta neta negativa, ya que las entidades hicieron un menor uso de estas operaciones para incrementar el saldo de garantías (véase gráfico 1).

Otras clases de títulos, como los bonos simples y los pagarés emitidos por el sector financiero, también se vieron muy afectadas por la revaluación de riesgos a escala global que acompañó a la crisis financiera, especialmente tras el agravamiento de las tensiones a raíz de la quiebra de Lehman Brothers en el otoño de 2008. Ello se reflejó en una reducción de la actividad en los mercados primarios, que llevó a que se registraran emisiones netas negativas en ese año.

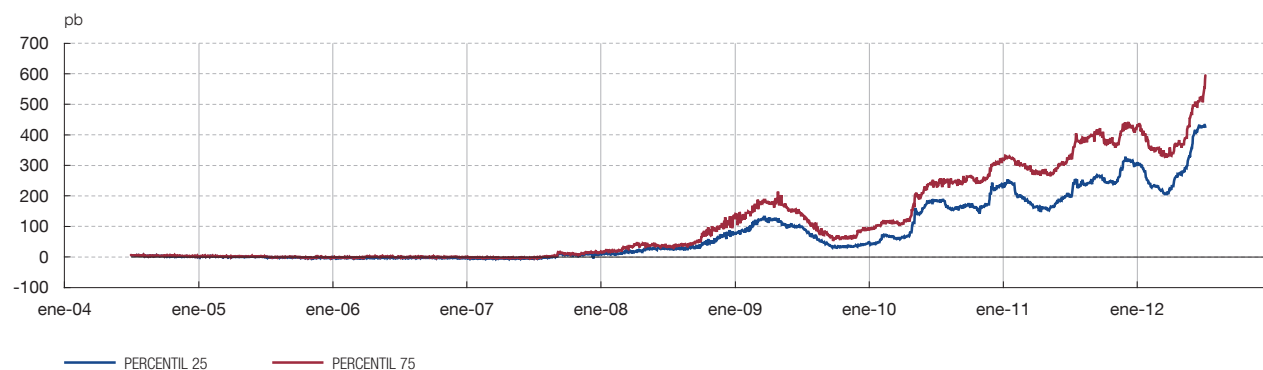
PRIMAS DE LOS CDS A CINCO AÑOS (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS A CINCO AÑOS (b)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS ENTRE TRES Y CINCO AÑOS (b)



FUENTES: AIAF, Bloomberg y Datastream.

a Primas de las principales empresas de cada sector de las que se dispone de información, ponderadas por su capitalización bursátil el 31.12.2011.

b Diferencial sobre el tipo *swap*.

La recesión económica que siguió a la crisis financiera contribuyó adicionalmente a frenar el avance en la oferta de títulos del sistema financiero, ya que redujo las necesidades de financiación de este sector, al revisar a la baja los hogares y las SNF sus planes de gasto y su apelación al crédito, y al endurecerse las condiciones de concesión. También tendió a deteriorar la calidad crediticia de los títulos emitidos por estos agentes, lo que, en un contexto de mayor incertidumbre y aversión al riesgo, dificultó el acceso a la financiación en los mercados de deuda. A partir de 2010, con la crisis de la deuda soberana se acentuaron estas tendencias.

Otros segmentos se vieron comparativamente menos afectados, como el de las cédulas hipotecarias. Así, la emisión neta de cédulas continuó siendo positiva, aunque por unos importes inferiores a los registrados durante la etapa anterior a la crisis. En 2011 se observó un repunte en la oferta neta de estos títulos, que se explica fundamentalmente por operaciones en las que las entidades emisoras retuvieron los valores con el fin de aumentar el colchón de activos de garantía para poder utilizarlos en las subastas de liquidez del Eurosistema.

La operativa con otras clases de valores del sector financiero se vio, en cambio, estimulada por el nuevo contexto, como, por ejemplo, las emisiones con aval público, después de que en 2009 se habilitara un sistema de garantías públicas hasta un máximo de 100 mm de euros<sup>4</sup>. Esta medida contribuyó a impulsar la actividad de los mercados primarios, registrándose un importe de 48 mm en las operaciones con estos pasivos en ese mismo año. Posteriormente, el volumen captado con estos títulos se fue moderando una vez que las entidades fueron agotando los límites disponibles. En conjunto, la oferta neta de la deuda emitida con estos valores entre 2009 y 2011 asciende a 76 mm de euros. Más recientemente, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2012 prevé la concesión de nuevas garantías para emisiones de renta fija por 55 mm de euros.

Por otro lado, las necesidades de las EC de aumentar sus recursos propios por las mayores exigencias de los mercados y los reguladores impulsaron el desarrollo de instrumentos híbridos como las obligaciones subordinadas, las participaciones preferentes y los bonos convertibles, que se incluyen en la definición de capital regulatorio. El mayor dinamismo de este segmento se observó durante 2009 y 2010.

La emisión neta de pagarés por parte de las EC fue positiva en 2011 (tras las cifras negativas de los tres ejercicios precedentes). La actividad se dinamizó en la segunda mitad del año, coincidiendo con la aprobación de una nueva normativa de los fondos de garantía de depósitos<sup>5</sup>, que exigía una mayor contribución a los depósitos de alta remuneración.

En conjunto, la emisión neta de valores de renta fija de las EC y de sus filiales residentes fue de 176 mm de euros entre 2007 y 2011 (véase gráfico 1). La de sus filiales no residentes fue negativa por un importe de 13 mm de euros. La de los fondos de titulización ascendió a 165 mm de euros, pero, como se ha comentado, el grueso de las nuevas operaciones no se colocó entre inversores. La información sobre los tenedores evidencia cómo durante este período la captación neta de fondos por el sistema financiero residente (aproximado por la suma de las EC y los otros intermediarios financieros<sup>6</sup>) procedente de agentes distintos de las instituciones financieras monetarias (que incluyen las EC y los fondos del mercado monetario) fue negativa todos los años desde 2008 (véase gráfico 3). Destaca especialmente la desinversión en esta clase de títulos por parte de los no residentes, que fue compensada por las adquisiciones realizadas por las EC<sup>7</sup> y, en menor medida, por las AAPP, los hogares y las sociedades no financieras.

En términos de saldos vivos, el importe de los valores emitidos por las EC en manos de inversores no residentes se redujo desde el 25 % del PIB en 2006 al 20 % en 2011, y su peso sobre el total descendió del 66 % al 41 % (véase gráfico 4). En el caso del resto de

4 Artículo 54.2 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2009.

5 Circular 3/2011, de 30 de junio, a entidades adscritas a un fondo de garantía de depósitos, sobre aportaciones adicionales a los fondos de garantía de depósitos.

6 Los otros intermediarios financieros incluyen las filiales financieras de las SNF, además de los fondos de titulización y las filiales de las EC.

7 En la mayoría de los casos, pero no exclusivamente, se trata de operaciones de autocartera, en las que la propia entidad emisora (u originadora de los préstamos titulizados, en el caso de los bonos de titulización) adquiere los títulos.



intermediarios financieros, estas caídas fueron también acusadas, pasando del 30 % al 21 % del PIB, y del 80 % al 42 % del peso en este mismo período.

La mayor percepción de riesgo asociado a los valores emitidos por las EC se reflejó también en los precios negociados, observándose un fuerte repunte de las primas de riesgo a lo largo de este período, que vino acompañado de una mayor volatilidad. La información disponible también apunta a una cierta diferenciación de los precios en función del emisor (véase panel inferior del gráfico 5), aunque es difícil valorar si resulta o no suficiente.

En el caso de las SNF, en cambio, las emisiones netas fueron más cuantiosas que las registradas en el período previo a la crisis y se centraron en valores de largo plazo. En conjunto, la oferta neta realizada por estas empresas y sus filiales residentes y no residentes fue de 44 mm de euros entre 2007 y 2011 (frente a los 28 mm registrados entre 2000 y 2006), lo que llevó a un incremento de su saldo vivo desde el 6 % al 10 % del PIB entre 2006 y 2011. El mayor dinamismo de este segmento refleja, por un lado, las comparativamente mayores necesidades de financiación de las compañías que recurren a estos mercados (las de mayor tamaño), al estar su actividad económica más diversificada geográficamente que la del conjunto del sistema financiero. Por otra parte, esta última característica, junto con su menor exposición a la deuda pública, hizo que se vieran menos afectadas por la crisis económica y la de la deuda soberana, por lo que los mercados perciben un menor riesgo en comparación con el asociado al sector financiero. Ello se refleja también en la evolución de las primas de riesgo, que, como se observa en el gráfico 5, se incrementaron algo menos que las correspondientes a las de las EC, situándose por debajo de estas desde mediados de 2010.

## Conclusiones

Según se ha ilustrado en este artículo, la emisión de deuda por parte de las empresas financieras desempeñó un papel muy importante en la financiación de la economía española durante la etapa expansiva anterior a la crisis. En particular, una parte significativa de los recursos obtenidos por nuestra economía en el resto del mundo durante este período se canalizó a través de esta vía. Posteriormente, la actividad emisora con estos títulos se redujo de forma notable, hasta tal punto que la captación efectiva de nuevos fondos ha venido siendo insuficiente para cubrir las amortizaciones. Ello refleja, en parte, las menores necesidades de financiación del sector financiero, dado el contexto de atonía macroeconómica. Pero responde también a las importantes dificultades de acceso a estos mercados, asociadas al aumento de la percepción de riesgos de los inversores y al menor apetito por incurrir en los mismos. Esta situación se ha plasmado también en un fuerte repunte de las primas de riesgo exigidas por los inversores a estos valores.

En el caso de las SNF, la apelación a los mercados de deuda ha sido tradicionalmente residual, ya que esta alternativa de financiación solamente ha venido siendo utilizada por las compañías de mayor dimensión. Pero, al contrario de lo sucedido con las empresas financieras, tras la crisis la captación neta de fondos ha mostrado un mayor dinamismo, aunque en términos de saldos vivos su importancia relativa sigue siendo reducida. Esta evolución diferencial se explica seguramente por las comparativamente más elevadas necesidades de financiación de estas compañías, dado que su mayor diversificación geográfica hace que su actividad esté menos ligada al ciclo económico nacional, y por la menor percepción de riesgo de los inversores, asociada tanto a esa mayor diversificación internacional como a su exposición más reducida a la deuda soberana. De hecho, las primas de riesgo exigidas por el mercado a estos títulos, aunque también se han elevado significativamente durante los últimos años, lo han hecho en menor medida que en el caso de las EC.

6.7.2012.

## EL PAPEL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES EN LOS PERÍODOS DE INESTABILIDAD FINANCIERA

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola, Aitor Erce y José María Serena, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

La economía internacional ha registrado en los últimos veinte años un intenso proceso de integración financiera, caracterizado por el notable aumento de los flujos internacionales de capital. Este incremento ha tenido carácter generalizado, y se ha extendido a las economías emergentes. No obstante, dicho proceso de integración ha estado marcado por fuertes oscilaciones, sobre todo en este último grupo de países: los flujos internacionales de capital han aumentado intensamente en períodos de estabilidad financiera global, y se han contraído bruscamente en las fases de inestabilidad, tal y como sucedió tras la quiebra de Lehman Brothers (véase gráfico 1). Este cambio en el patrón de comportamiento de los flujos financieros en períodos de inestabilidad económica, y sus principales rasgos, ya ha sido documentado previamente [Erce y Gutiérrez (2011)].

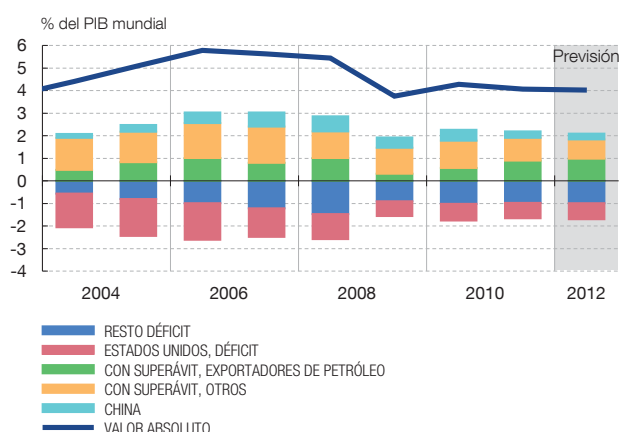
La volatilidad de los flujos financieros en las economías emergentes supone que sean percibidos como un riesgo de la integración financiera. Las entradas intensas de flujos pueden inducir una apreciación excesiva del tipo de cambio y favorecer una expansión demasiado acelerada del crédito, con los consiguientes desequilibrios económicos y financieros, internos y externos. Además, la acumulación de entradas de capital exponen a estas economías a una reversión súbita de las mismas, que puede generar un quebranto importante sobre la estabilidad económica: depreciaciones cambiarias, cierres de los mercados de financiación exterior, pérdida de riqueza e incremento del valor de los pasivos, etc. La literatura económica [véase Calvo (2007), por ejemplo] ha subrayado los efectos de estos frenazos de capital y cómo han desembocado tradicionalmente en contracciones de la actividad real y crisis financieras y cambiarias.

La crisis financiera global no ha sido una excepción a este patrón y ha supuesto una importante contracción de los flujos financieros globales. Posteriormente se han reactivado, si bien en las economías avanzadas los niveles son sustancialmente inferiores a los previos a la crisis. En las economías emergentes, pese a que se han seguido registrando importantes oscilaciones, en gran parte asociadas a la inestabilidad financiera, y la aversión global al riesgo, se mantienen en niveles elevados para sus estándares históricos, e incluso, como muestra el gráfico 1, han llegado a superar los niveles previos en algunas áreas, como América Latina. Los elevados niveles de flujos y su persistente volatilidad plantean el reto de la gestión adecuada de los mismos, y de cómo mitigar el impacto y la recurrencia de los episodios de reversión de capitales, una cuestión que preocupa a las autoridades económicas de estos países.

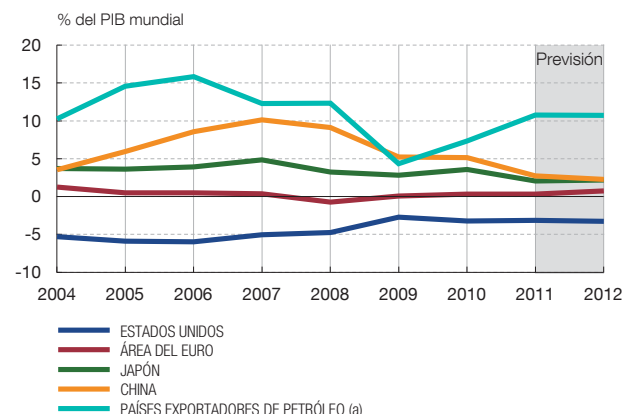
Tradicionalmente, las economías emergentes han respondido de modo muy activo ante tales riesgos, a través de un conjunto amplio de políticas [véase Pradhan *et al.* (2011)]. Por una parte, las políticas macroeconómicas se han ido orientando hacia la flexibilidad cambiaria, avalada por un mayor compromiso con el control de la inflación y la disciplina fiscal. Por otra, se han tomado medidas de carácter administrativo, e incluso instaurado controles de capitales, para moderar los efectos de las entradas de flujos financieros sobre el ciclo

<sup>1</sup> El artículo está basado en el Documento de Trabajo del Banco de España n.º 1211, de los mismos autores, titulado *International reserves and gross capital flows dynamics during financial stress*.

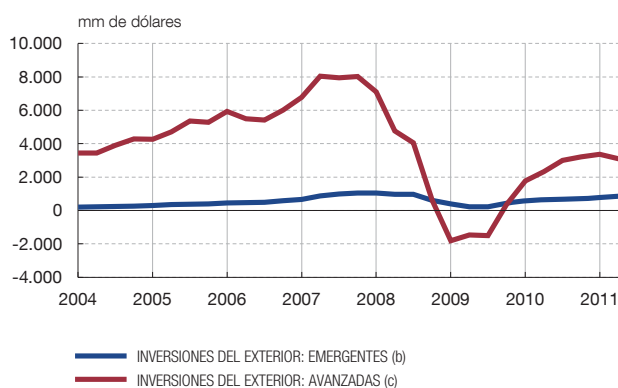
DESEQUILIBRIOS GLOBALES (SALDO POR CUENTA CORRIENTE SOBRE EL PIB MUNDIAL)



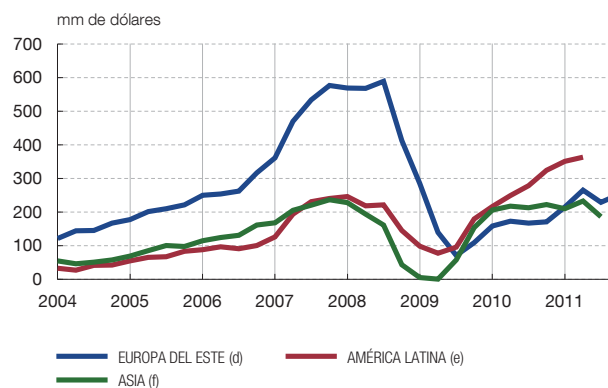
SALDO POR CUENTA CORRIENTE



ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS - EMERGENTES Y DESARROLLADOS



ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS EN EMERGENTES, POR ÁREAS



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (IFS), S&P, y Alberola, Erce y Serena (2012).

a Angola, Arabia Saudí, Argelia, Ecuador, Emiratos Árabes, Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Noruega, Catar, Rusia y Venezuela.

b Emergentes: suma de los países incluidos en América Latina, Asia y Europa del Este.

c Desarrollados: Alemania, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza.

d Europa del Este: Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Bosnia Hezergovina, Bulgaria, República Checa, Croacia, Eslovenia, Estonia, Georgia, Hungría, Kazajistán, Letonia, Lituania, Moldavia, Polonia, Rumanía, Rusia y Turquía.

e América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, El Salvador, México, Paraguay, Perú y Venezuela.

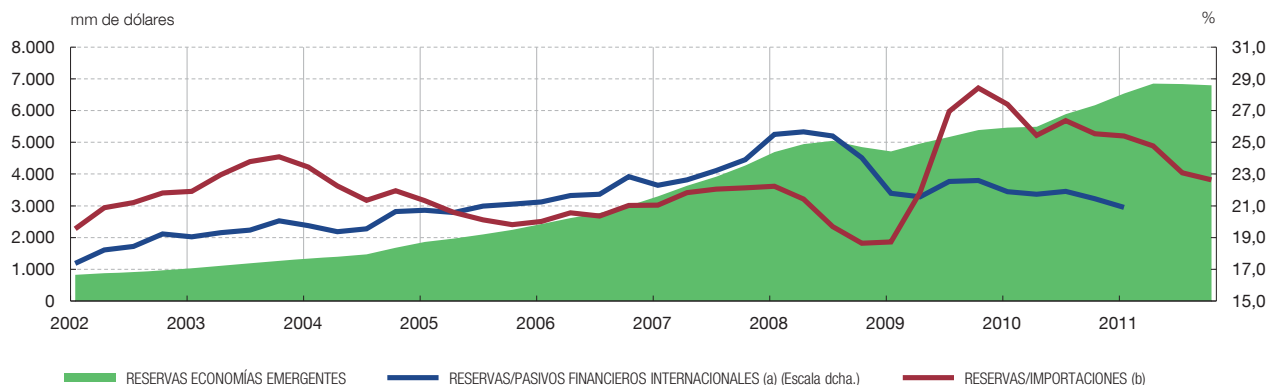
f Asia: Bangladesh, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Pakistán y Tailandia.

de crédito. Pero probablemente el elemento más fundamental de la respuesta, sobre todo en los últimos años, ha sido una estrategia de acumulación de reservas internacionales por parte de muchas economías emergentes, con el objetivo de enfrentar los episodios de inestabilidad financiera con un colchón de recursos disponibles. En la sección siguiente se analiza en detalle la motivación de esta acumulación de reservas.

En este trabajo<sup>2</sup> se lleva a cabo un análisis empírico de la influencia de las reservas internacionales en el comportamiento de los flujos financieros brutos durante períodos de inestabilidad financiera<sup>3</sup>. Los resultados muestran, por un lado, que las reservas interna-

<sup>2</sup> Y, con más detalle, en el documento de referencia.

<sup>3</sup> De este análisis se excluye China, que representa el principal contribuidor individual, en términos absolutos, a la acumulación de reservas. En este país, los factores subyacentes de la acumulación de reservas son distintos, y pueden deberse a la no apertura de la cuenta financiera o a los factores estructurales que subyacen detrás de la elevada tasa de ahorro [véase Blanchard y Milesi-Ferretti (2011)].



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (IFS y WEO).

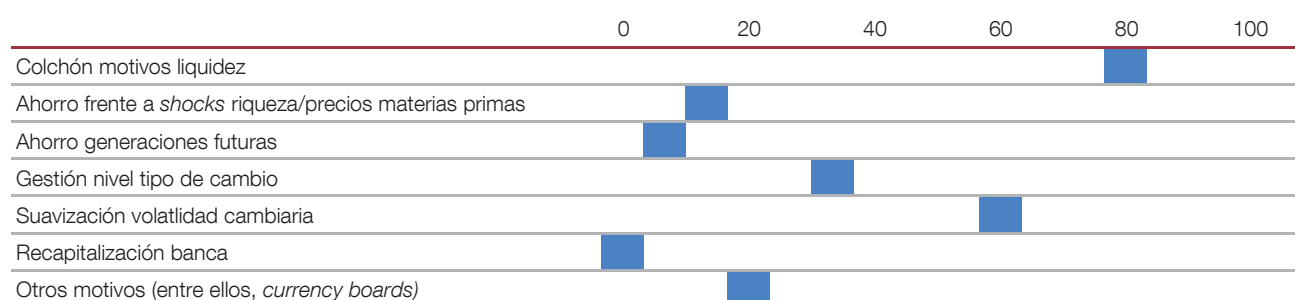
- a La ratio de reservas/pasivos financieros internacionales es una media simple de las ratios por país [muestra de países empleada en Alberola, Erce y Serena (2012)].  
 b La ratio reservas/importaciones figura dividido por 10 en el gráfico. El dato de diciembre de 2011 es el 226,4 %.

cionales no reducen significativamente las desinversiones del exterior —los frenazos de capital externo— en episodios de inestabilidad financiera: la reducción en la financiación externa tiene carácter generalizado y se produce tanto en economías avanzadas como en emergentes; y, dentro de estas últimas, es independiente del nivel de reservas. Por otro lado, sin embargo, las reservas sí que mitigan las salidas de capitales por parte de residentes: estas tienden a reducirse en mayor medida en países con mayores tenencias de reservas. De este modo, las reservas internacionales tendrían un papel estabilizador durante episodios de inestabilidad financiera a través de esta segunda vía, lo que contribuye a compensar la pérdida de financiación externa.

#### Integración financiera y sus riesgos. Evidencia empírica sobre el papel de las reservas internacionales

Se considera que las reservas pueden tener un papel preventivo y un papel mitigador de crisis financieras. Pueden prevenir la crisis reforzando la confianza en la solvencia del país, y de esta manera favorecer el mantenimiento de la financiación y reducir la volatilidad de frenazos de capital. También pueden mitigar el impacto de las crisis suavizando la depreciación cambiaria, aliviando las tensiones de liquidez en moneda extranjera y proporcionando un colchón para compensar la reducción de financiación. Esta percepción de sus beneficios explica en buena medida que las reservas internacionales hayan aumentado sustancialmente en la última década, tanto en términos absolutos como en términos relativos respecto a algunos de sus determinantes habituales, como las importaciones, o, hasta la crisis, respecto a los pasivos financieros internacionales, tal y como muestra el gráfico 2.

La evolución de algunos factores determinantes de la acumulación de reservas, como la profundización del grado de integración financiera o la tendencia alcista de las materias primas, ha propiciado una mayor acumulación. Además, el valor asignado a las reservas como un mecanismo de autoaseguramiento también se ha incrementado en el entorno de inestabilidad financiera de los últimos años [tal y como destacan Gosh *et al.* (2012)]. Efectivamente, la percepción de que las reservas internacionales tienen efectos beneficiosos se ha reforzado tras la crisis financiera y económica global, e incluso países tradicionalmente reacios a ella, como Chile o México, han llevado a cabo políticas para aumentar sus tenencias de reservas. Como se observa en el cuadro 1, de acuerdo con encuestas entre los responsables de gestión de reservas internacionales, la principal motivación de la acumulación de reservas sería el disponer de recursos para eventuales problemas de liquidez externa; la segunda, el poder moderar las fluctuaciones del tipo de cambio.



FUENTE: Gosh *et al.* (2012).

Con todo, la literatura en torno al papel de las reservas internacionales como factor mitigador de los riesgos de la integración financiera es abundante, pero no presenta, en general, resultados concluyentes. Calvo (2007) o Edwards (2007) no encuentran un impacto mitigador sobre los frenazos súbitos de capital, que asocian más bien a la solidez de los fundamentos y a los desequilibrios económicos. Si bien otros trabajos, como García y Soto (2004), encuentran un efecto positivo de las reservas, en términos generales los resultados apuntan a que estas tienen un papel limitado como factor de estabilización. Como se señala en FMI (2006), esta falta de evidencia a favor de las reservas puede deberse, en parte, a problemas metodológicos en los ejercicios empíricos. Uno de estos problemas puede residir en que el análisis se realiza sobre la evolución de los flujos financieros netos, sin distinguir entre las inversiones por parte de extranjeros y de residentes. Esto resulta tanto más inapropiado cuando el análisis de los riesgos de la integración financiera enfatiza de manera creciente la importancia de realizar un análisis diferenciado de las entradas de capitales de extranjeros y las salidas de capitales de residentes.

La consideración solo de los flujos netos constituye una importante limitación de los análisis previos, pues una contracción de la financiación neta puede deberse a una reducción en las inversiones del exterior por parte de extranjeros, o a un aumento en las inversiones en el exterior por parte de residentes. Esta limitación ha comenzado a ser superada por Rothenberg y Warnock (2011), que distinguen entre los episodios de reducciones abruptas en la financiación neta asociadas a frenazos de capital del exterior y aquellas derivadas de un aumento de las salidas de capital por parte de residentes. Cowan *et al.* (2007) realizan un análisis similar, encontrando que la principal diferencia entre las evoluciones en países industriales, y emergentes, está en el comportamiento de las inversiones de residentes. Broner *et al.* (2012) también realizan un análisis de los flujos financieros brutos, destacando cómo durante los episodios de crisis los inversores extranjeros desinvierten, pero los residentes repatrian recursos.

Una vez se hace esa distinción, es lógico aplicarla —como se hace en este trabajo— al estudio del comportamiento de las reservas, pues podrían afectar de manera distinta a inversores extranjeros y residentes. Así, Obstfeld *et al.* (2010) han sugerido que las reservas internacionales podrían garantizar la estabilidad financiera ante eventuales salidas de capitales por parte de residentes —y no solo por parte de no residentes, como es lo habitual—. Puede considerarse que la posibilidad de experimentar una fuga de capitales por parte de residentes tiene implicaciones macrofinancieras aún más graves que los frenazos de capital, pues implicaría erosionar la base local de financiación y podría desembocar en corridas de depósitos. Así las cosas, el análisis de los flujos brutos y su relación con las

reservas permite valorar mejor su papel e importancia en la estabilidad financiera en economías emergentes.

## El ejercicio empírico

El análisis empírico se centra en un número limitado de períodos escogidos —cuatro— de inestabilidad financiera global y se realiza empleando datos de frecuencia trimestral, para el período 1990-2009. Los flujos que se consideran son los acumulados a lo largo de cuatro trimestres, para mitigar la importancia de eventos idiosincráticos. La base de datos consta de 63 países, de los cuales 19 son avanzados, y 44, economías emergentes. La selección de países se realiza teniendo en cuenta la disponibilidad de datos trimestrales en la base de datos del FMI. En el caso de las inversiones de residentes, no se incluyen las compras y ventas de reservas internacionales, que realiza el banco central y que son objeto de análisis aparte. Los flujos financieros se pueden desglosar, siguiendo la clasificación de balanza de pagos, en inversión extranjera directa, inversión de cartera, y otra inversión, lo que permite distinguir las inversiones de corto plazo, que incluyen solo las dos últimas partidas, consideradas más volátiles.

El objetivo del ejercicio es analizar la dinámica de los flujos financieros en torno a trimestres en los que la inestabilidad financiera es generalizada en las economías emergentes. Estos episodios se definen como aquellos en que el riesgo de crédito, medido como el diferencial de rentabilidad de un bono sintético de deuda soberana de economías emergentes (derivado del índice EMBI +) sobre el bono equivalente del Tesoro americano, se sitúa dos desviaciones estándar por encima de la media móvil de los ocho trimestres anteriores. Siguiendo esta metodología, los episodios de inestabilidad financiera identificados se concentran en torno a cuatro trimestres: el primero de 1995 —coincidiendo con la crisis mexicana—, el tercero de 1998 —la crisis rusa—, el último de 2001 —Argentina— y el último de 2008, asociado a la crisis global desencadenada por la quiebra de Lehman Brothers.

Un aspecto clave para estudiar en qué medida el volumen de reservas internacionales es un factor determinante de los flujos financieros es el modo de medirlas, con el fin de valorar su adecuación. Hay diversas metodologías posibles. Por una parte, destacan los modelos de reservas óptimas, siguiendo el modelo de Jeanne y Rancière (2011), cuyo principal problema es que son muy intensivos en datos, lo que hace poco factible su uso en trabajos con muestras de datos de panel. Por otra, las reglas de adecuación de reservas, que miden el volumen de reservas relativo a determinadas variables relacionadas con las necesidades percibidas de reservas y que son clásicas en el análisis de la vulnerabilidad financiera: el monto de las importaciones, la deuda externa a corto plazo y el agregado monetario M2 —efectivo más depósitos— o los pasivos financieros internacionales [FMI (2011)]. Estas reglas son las más empleadas: entre otras razones, por su simplicidad. En el trabajo de referencia se emplean las ratios de reserva sobre pasivos financieros y el agregado monetario (RIFL y RM2, respectivamente). Estas ratios están relacionadas, pero ponen el énfasis en dimensiones distintas: la ratio RIFL permite valorar el nivel de las reservas en relación con el grado de apertura financiera exterior; la ratio RM2 mide las reservas en relación con el tamaño del sistema bancario, lo que permite valorar la capacidad de las reservas para hacer frente a problemas de estabilidad bancaria —bien por parte de residentes, o bien de extranjeros<sup>4</sup>—.

Con el fin de evaluar la adecuación de las reservas internacionales, se ordenan las ratios de reservas anteriormente definidas de cada país en términos relativos al resto de países.

<sup>4</sup> Una alternativa, también de interés, es el uso de reglas compuestas de adecuación de reservas, tal y como se expone en FMI (2011).

		Reservas/pasivos financieros						
		internacionales			Reservas/M2			
		Media	Mínimo	Máximo	Media	Mínimo	Máximo	
Tequila	I TR 1995	Reservas bajas	4,8	2,6	9,4	10,6	3,3	16,2
		Reservas medias	17,5	10,2	29,1	30,1	16,4	52,5
		Reservas altas	35,3	29,2	49,8	75,4	3,0	101,5
		OCDE (a)	10,3	2,0	31,5	12,5	1,5	33,1
Rusia	III TR 1998	Reservas bajas	6,2	2,4	10,4	12,2	2,7	19,0
		Reservas medias	17,2	11,2	23,1	38,0	21,3	63,4
		Reservas altas	31,1	23,4	41,7	103,3	67,0	162,4
		OCDE (a)	8,7	0,9	32,2	12,9	1,4	33,4
Argentina	IV TR 2001	Reservas bajas	7,9	3,6	10,7	14,9	6,9	19,8
		Reservas medias	17,6	10,8	25,7	39,6	2,0	63,9
		Reservas altas	33,4	28,7	41,4	88,3	3,0	117,8
		OCDE (a)	6,8	0,8	29,1	14,5	1,0	35,7
Crisis global	IV TR 2008	Reservas bajas	9,9	1,4	1,4	20,8	13,0	23,5
		Reservas medias	23,7	13,7	39,3	38,6	25,2	58,0
		Reservas altas	53,2	40,0	76,2	72,6	59,1	85,0
		OCDE (a)	5,1	0,1	31,1	11,5	0,7	33,2

FUENTES: Fondo Monetario Internacional (IFS), S&P, y Alberola, Erce y Serena (2012).

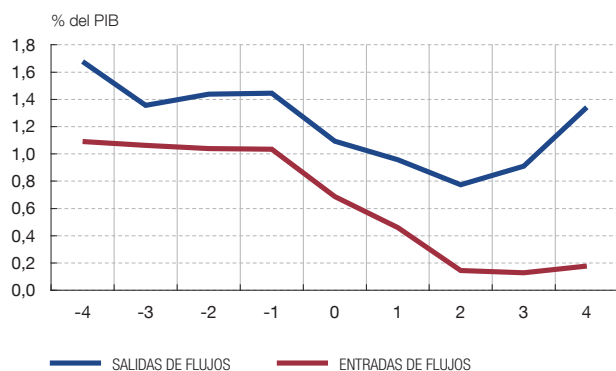
a Excluidos países de la zona del euro.

Para ello se opta por agrupar las observaciones, en cada momento del tiempo, entre países con un nivel de reservas alto, medio y bajo. Estos grupos comprenden, respectivamente, el 20 %, el 60 % y el 20 % de las observaciones. Las tenencias de reservas en las economías de la OCDE tienden a ser menores y están justificadas por otros factores, por lo que se presentan en un grupo aparte, que sirve de referencia. El cuadro 2 muestra estadísticos descriptivos de estas ratios en los cuatro períodos bajo estudio, para cada uno de los grupos analizados, donde se perciben dos rasgos. Por una parte, una tendencia al alza en el nivel medio de las ratios de reservas ante cada crisis financiera; por otra, las menores tenencias de reservas en las economías de la OCDE, como se anticipaba.

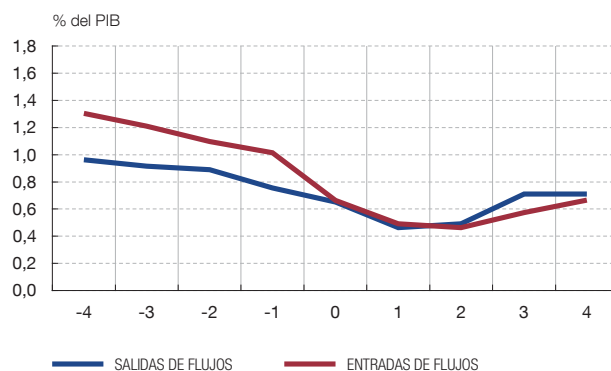
El gráfico 3 muestra la evolución media de los flujos financieros en torno a estos eventos (que se sitúan en el momento cero del eje horizontal), para cada uno de los cuatro grupos. El rasgo más destacable es la reducción en las entradas de flujos financieros —la línea roja, tras los episodios de inestabilidad financiera, en todos los grupos de países—, tanto para economías de la OCDE, como para economías emergentes, con independencia del grupo de reservas al que pertenezcan. En cuanto a la evolución de las salidas de flujos financieros —la línea azul—, destaca la sustancial disminución que se registra en las economías avanzadas y en las economías emergentes del grupo de reservas altas, que contrasta con una reducción menor en las economías emergentes del grupo de reservas bajas. También se observa que las dos líneas son prácticamente paralelas en las economías de la OCDE, es decir, los flujos netos no variarían mucho; por el contrario, el perfil es claramente distinto en los países emergentes, sobre todo en los países con reservas medias y bajas, lo que indica que los flujos netos se reducen. De este ejercicio se extraen determinadas hipótesis en torno a la evolución de los flujos financieros, que se contrastan en un ejercicio empírico. Este consta de dos partes: la primera, un análisis de eventos, que



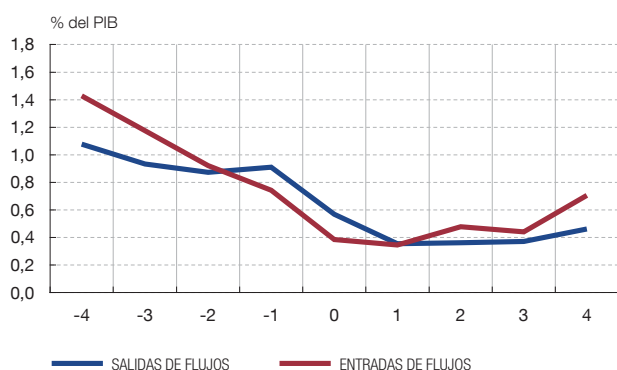
RESERVAS BAJAS



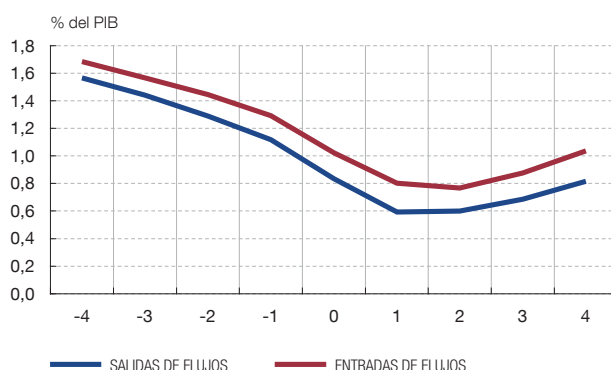
RESERVAS MEDIAS



RESERVAS ALTAS



OCDE



FUENTE: Alberola, Erce y Serena (2012).

presenta de manera sintética la evolución de los flujos financieros, y su relación con las reservas internacionales; la segunda, una estimación de panel, donde se estudia si existe una relación causal entre la dinámica de los flujos financieros y las reservas internacionales.

## ANÁLISIS DE EVENTOS

El análisis de eventos —siguiendo a Broner *et al.* (2012)— permite estudiar la significatividad de la evolución de los flujos financieros en torno a los episodios de inestabilidad financiera. Para ello se regresan las distintas variables de flujos financieros (entradas de flujos financieros, por extranjeros; salidas de flujos financieros, por residentes) sobre un conjunto de variables binarias (EVENT, en el documento de referencia), que toman el valor 1 en los cuatro trimestres anteriores y posteriores al evento de inestabilidad financiera. Además, se controla por efectos fijos y tendencias temporales específicas de cada país. De esta manera, el coeficiente asociado a esos períodos de inestabilidad refleja la desviación de la medida de los flujos financieros respecto a su comportamiento medio en la muestra. Esta ecuación se estima para subgrupos de países, lo que permite comparar la evolución de los flujos entre ellos.

Los resultados<sup>5</sup> tienden a confirmar las hipótesis planteadas por el análisis gráfico. Las entradas de capitales de inversores extranjeros son significativamente inferiores tras la

5 Los resultados aparecen detallados en la tabla 4 del Documento de Trabajo de referencia.



inestabilidad financiera —en relación con los registrados en períodos normales—, tanto para las economías avanzadas como para las emergentes. En el caso de las economías emergentes, esta reducción se produce de manera generalizada, tanto en los países de altas reservas como en los de reservas medias y bajas. El test de la dinámica de los flujos financieros antes y después del inicio de la inestabilidad financiera rechaza que los flujos sean iguales en ambas fases, tanto para economías avanzadas como para emergentes, y para cada uno de los tres grupos de reservas internacionales en que se subdividen. Por el contrario, la dinámica de las salidas de flujos financieros por parte de inversores residentes presenta diferencias entre los distintos grupos. Para las economías avanzadas las salidas de flujos financieros son significativamente menores tras el inicio de la inestabilidad financiera. Sin embargo, dentro de las economías emergentes hay diferencias dependiendo del nivel de reservas: en países con reservas altas y medias se registran menores salidas de flujos financieros; en países con reservas bajas, las salidas de flujos financieros son, por el contrario, mayores que las registradas en los períodos de estabilidad.

#### ESTIMACIÓN DE PANEL

La estimación de panel pretende profundizar en el análisis anterior, evaluando el papel causal de las reservas en los períodos de inestabilidad financiera sobre los flujos financieros. Esto es posible tomando en cuenta la evolución de otras variables que pueden explicar la evolución de los flujos, y aislando el impacto específico del nivel de reservas internacionales. Dentro de estas variables se incluyen los ratios de reservas anteriormente definidos. Las variables explicativas utilizadas son el crecimiento del PIB, la calificación de la deuda soberana y la cuenta corriente de cada país en cada momento del tiempo; y, como factores globales, el diferencial del índice EMBI de bonos de países emergentes y el índice VIX, que suele utilizarse como indicador de volatilidad de los mercados bursátiles. Además, como en el ejercicio anterior, se incluyen efectos fijos de país y tiempo y las variables binarias en torno a los episodios de inestabilidad.

Los resultados —en la tabla 7 del documento de referencia— muestran que las entradas de flujos financieros dependen positivamente del PIB (son procíclicas) y de la calificación crediticia de la deuda soberana; están asociadas negativamente al saldo de la cuenta corriente y al EMBI global. En períodos de inestabilidad financiera, los ratios de reservas internacionales sobre pasivos financieros internacionales (RILF) no afectan en gran medida a las entradas de flujos financieros; no obstante, al incluir un término cuadrático, el coeficiente tiene un signo negativo, lo que sugiere que niveles muy elevados de reservas podrían moderar la retracción de las inversiones del exterior. Por su parte, las inversiones en el exterior (las salidas de flujos financieros) dependen positivamente de la calificación crediticia de la deuda soberana y del saldo por cuenta corriente, y negativamente del VIX. En este caso, el nivel de reservas internacionales sí que contribuye a reducir las inversiones en el exterior por parte de residentes de modo significativo, si bien este efecto es no lineal —de modo que, a partir de niveles elevados de reservas, el impacto se desvanece—. En términos generales, los resultados de la estimación de panel confirman que tenencias elevadas de reservas internacionales reducen las inversiones de residentes durante períodos de inestabilidad financiera, pero que no tienen un efecto significativo sobre las inversiones de extranjeros, salvo con niveles de reservas muy elevados.

#### Conclusiones

Los flujos financieros registran importantes cambios en períodos de inestabilidad financiera. Los resultados del estudio aquí descrito sugieren que la reducción de la financiación procedente del exterior es generalizada —tanto en economías emergentes como avanzadas—, y no depende del nivel de las reservas internacionales.

No obstante, la contracción de las entradas de capitales no siempre supone una menor financiación disponible, porque puede ser compensada por la repatriación de recursos por parte de residentes. El hecho de que, durante crisis financieras, en términos generales los residentes repatrien recursos está en consonancia con resultados previos [Cowan *et al.* (2007) o Broner *et al.* (2011)]. En este último trabajo se documenta que, si bien la repatriación de inversiones por parte de residentes ha sido una regularidad en economías avanzadas, no ha sido tan generalizada en economías emergentes.

En estos países, un factor que puede influir en el comportamiento de los flujos de los residentes es el nivel de las reservas internacionales. La evidencia empírica muestra que niveles elevados de reservas internacionales, medidos bien en términos de pasivos financieros internacionales o de M2, están asociados a una mayor repatriación de capitales en economías emergentes. En el documento de referencia de este artículo se demuestra que, efectivamente, las tenencias de reservas internacionales facilitan la repatriación de capitales en períodos de estrés financiero, por lo que tienen el beneficio de contribuir de manera indirecta a amortiguar la pérdida de financiación externa derivada de los frenazos de las entradas de capital en períodos de inestabilidad financiera.

De este análisis se puede inferir que la estrategia de acumulación de reservas internacionales que han llevado a cabo las economías emergentes resulta beneficiosa, en términos de mitigación de los frenazos de financiación exterior neta. No obstante, deben hacerse dos consideraciones importantes que matizan esta conclusión.

La primera es que la propia acumulación de reservas puede generar dinámicas desestabilizadoras. En concreto, acumular reservas supone una intervención sobre el tipo de cambio que puede fomentar la expectativa de futura apreciación de la moneda —y disminuir las de depreciación— lo que tendería a generar una mayor presión apreciadora y un mayor influjo de capitales. Este efecto se vería reforzado por la percepción de mayor estabilidad que la propia acumulación de reservas genera. De este modo, la acumulación de reservas puede favorecer la entrada excesiva de flujos de capitales en período de bonanza y la acumulación de desequilibrios, que son los que, en última instancia, están detrás de la mayoría de episodios de estabilidad financiera.

Más allá de estos problemas, no debe olvidarse que el autoaseguramiento mediante reservas internacionales tiene riesgos y costes, que también deben tenerse en cuenta. Entre estos, destacan los riesgos inflacionarios planteados por la acumulación de reservas, que requieren la esterilización de sus efectos monetarios expansivos, lo que plantea diversos costes en la economía, como señalan Mohanty y Turner (2006). Por otra parte, las reservas internacionales son un mecanismo ineficiente de aseguramiento, con costes fiscales y de oportunidad. De igual modo, las tenencias de reservas plantean riesgo moral, y pueden incentivar la dolarización financiera por parte del sector privado. Por último, desde una perspectiva más amplia, la acumulación de reservas genera distorsiones crecientes en los mercados financieros y bancarios internos, pudiendo obstaculizar los procesos de liberalización y reforma en el largo plazo. Sin embargo, como han demostrado Alberola y Serena (2007), estas consideraciones no afectan al proceso de acumulación, pues tales costes no compensan los beneficios percibidos.

Esta circunstancia invita a estudiar con más detalle el comportamiento de los inversores y residentes durante períodos de inestabilidad financiera y también en los períodos de calma. Por ejemplo, sería conveniente confirmar si, efectivamente, la acumulación de reservas fomenta entradas de capitales excesivas con anterioridad a la crisis.

En definitiva, si bien es cierto que en economías emergentes las reservas internacionales tienen un papel positivo, sus beneficios no deben sobreestimarse, en tanto que tienen efectos secundarios negativos, aunque poco visibles en el corto plazo, y podría haber políticas más eficaces para reducir los riesgos de la integración financiera, tanto residentes como globales.

12.7.2012.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y J. M.<sup>a</sup> SERENA (2007). *Global financial integration, reserve accumulation and monetary policy. Assessing the limits in emerging economies*, Documentos de Trabajo, n.º 0706, Banco de España.
- ALBEROLA, E., A. ERCE, y J. M.<sup>a</sup> SERENA (2012). *International reserves and gross capital flows dynamics during financial stress*, Documentos de Trabajo, n.º 1211, Banco de España.
- BLANCHARD, O., y G. MILESI-FERRETTI (2011). *(Why) Should global imbalances be reduced?*, IMF Staff Discussion Notes SDN 11/03.
- BRONER, F., T. DIDIER, A. ERCE y S. SCHMUKLER (2012). «Gross Capital Flows: Dynamics and Crises», *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, de próxima publicación.
- CABALLERO, R., K. COWAN y J. KEARNS (2004). *Fear of sudden stops: lessons from Australia and Chile*, NBER Working Paper, n.º 10519.
- CALVO, G. (2007). *Crisis in emerging market economies: a global perspective*, NBER Working Paper, n.º 11305.
- COWAN, K., J. DE GREGORIO, A. MICCO y C. NEILSON (2007). *Financial Diversification, sudden stops and sudden starts*, Documento de Trabajo n.º 423, Banco Central de Chile.
- EDWARDS, S. (2007). «Capital controls, capital flows contractions, and macroeconomic vulnerability», *Journal of International Money and Finance*.
- ERCE, A., y S. GUTIÉRREZ (2011). «El comportamiento de los flujos brutos de capital internacional y su respuesta en los períodos de crisis», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- FMI (2006). *Country Insurance –the role of domestic policies*, IMF Policy Paper.
- (2011). *Assessing reserve adequacy*, IMF Policy Paper.
- GARCÍA, P., y C. SOTO (2004). *Large hoardings of international reserves: are they worth it?*, Working Paper, n.º 299, Central Bank of Chile.
- GOSH, A., J. OSTRY y C. TSANGARIDES (2012). *Shifting motives: explaining the build-up in official reserves in emerging economies since the 1980s*, IMF Working Paper 12/34.
- JEANNE, O., 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, 09.
- MOHANTY, M., y P. TURNER (2006). «Foreign exchange reserve accumulation in emerging economies. What are there the domestic implications?», *BIS Quarterly Review*, septiembre.
- OBSTFELD, M., J. SHAMBAUG y A. TAYLOR (2010). «Financial stability, the trilemma, and international reserves», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2 (2), pp. 57-94.
- PRADHAN, M., R. BALAKRISHNAN, R. BAGIR, G. HEENAN, S. NOWAK, C. ONER y S. PANTH (2011). *Policy responses to capital inflows in emerging economies*, IMF Staff Discussion Notes, SDN 11/10.
- ROTHEMBERG, A., y F. WARNOCK (2011). «Sudden Flight and True Sudden Stops», *Review of International Economics*, vol. 19.

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

## Introducción

Durante el segundo trimestre de 2012 se han promulgado nuevas disposiciones de carácter financiero, cuyo número ha sido relativamente reducido en relación con períodos anteriores.

En el ámbito de las entidades financieras, cabe reseñar cuatro disposiciones: nuevas medidas para el saneamiento de los balances afectados por el deterioro de sus activos vinculados al sector inmobiliario; el desarrollo de la normativa de las entidades de dinero electrónico, creación de nuevos ficheros de datos de carácter personal gestionados por el Banco de España y actualización de la normativa sobre la comunicación por parte de los residentes en España de las transacciones económicas y de los saldos de activos y pasivos financieros con el exterior.

Dentro del mercado de valores, se han modificado ciertos aspectos del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, que se hacen extensibles al resto de las sociedades de capital. Además, en relación con estas últimas, se ha publicado una disposición con rango de ley relacionada con las fusiones y las escisiones de las sociedades de capital, con objeto de simplificar las obligaciones de información y documentación de aquellas operaciones societarias.

En el área comunitaria, se han publicado, por un lado, un reglamento comunitario en relación con los instrumentos de riesgo compartido para determinados Estados miembros y, por otro, varios reglamentos delegados de la Comisión Europea que complementan la normativa de las agencias de calificación crediticia.

Finalmente, se analizan las novedades de carácter financiero y fiscal, contenidas en la recién promulgada Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2012.

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

## Saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo* (BOE del 12), sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, en la misma línea marcada por el *Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero*<sup>1</sup>.

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

## NUEVAS PROVISIONES

El *Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero*, ya exigió a las entidades de crédito la constitución de nuevas provisiones para la cartera de financiaciones y activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias existentes a 31 de diciembre de 2011<sup>2</sup>. El grueso de las provisiones adicionales requeridas correspondió a la parte de dicha cartera

<sup>1</sup> Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, abril de 2012, Banco de España, pp. 122-128.

<sup>2</sup> Se trataba 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.

Saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero
Nuevas provisiones
Sociedades para la gestión de activos
Régimen fiscal de las operaciones de aportación de activos a sociedades para la gestión de activos
Entidades de dinero electrónico: desarrollo de la nueva normativa
Ámbito de aplicación
Régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico
Régimen de garantía y de solvencia
Actividad transfronteriza
Régimen de los agentes y delegación de funciones operativas
Entidades de dinero electrónico híbridas
Otros aspectos de la norma
Ficheros de datos de carácter personal gestionados por el Banco de España
Régimen sobre las transacciones económicas con el exterior: actualización de su normativa
Modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, y de la normativa de las sociedades de capital en relación con las fusiones y las escisiones
Modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores
Simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital
Reglamento comunitario en relación con los instrumentos de riesgo compartido para determinados Estados miembros
Agencias de calificación crediticia: normas complementarias al reglamento comunitario
Normas técnicas relativas a la información que debe proporcionarse para el registro y la certificación de las ACC
Normas técnicas aplicables a la evaluación de los métodos de calificación crediticia
Normas técnicas de regulación sobre el contenido y el formato de los informes periódicos
Normas técnicas aplicables a la presentación de la información que las ACC deberán comunicar a un registro central establecido por la AEVM
Presupuestos Generales del Estado para el año 2012

calificada como problemática (activos dudosos, subestándar y adjudicados)<sup>3</sup>. Para los activos calificados como riesgo normal, distintos de «sin riesgo apreciable», las entidades debían constituir, por una sola vez, una cobertura genérica del 7 % del saldo vivo a 31 de diciembre de 2011<sup>4</sup>.

Ahora, el Real Decreto Ley 18/2012 establece unos requerimientos adicionales para el deterioro de las financiaciones vinculadas con la actividad inmobiliaria calificados como riesgo normal, que se realizarán de una sola vez, pero de manera diferenciada en función de las diversas clases de financiaciones (véase cuadro 2).

Así, para la financiación de construcción o promoción inmobiliaria con garantía hipotecaria, a partir de la entrada en vigor de la norma, el porcentaje de cobertura obligatorio se ampliará en 45 puntos porcentuales (pp) para el suelo (pasando del 7 % al 52 %); en 22 pp para la promoción en curso (pasando del 7 % al 29 %), y en 7 pp para la promoción terminada (pasando del 7 % al 14 %). En caso de que la financiación de construcción o promoción inmobiliaria no cuente con garantía real, el porcentaje se ampliará en 45 pp en cualquiera de los supuestos antes mencionados (pasando del 7 % al 52 %).

<sup>3</sup> Para determinar el deterioro de los activos clasificados como riesgo distinto del normal, eran de aplicación las reglas contenidas en el anejo I de ese Real Decreto Ley.

<sup>4</sup> Dichas dotaciones deben cumplirse antes del 31 de diciembre de 2012, salvo para aquellas entidades que durante 2012 lleven a cabo procesos de integración, que dispondrán de 12 meses desde que obtengan la preceptiva autorización para cumplir con las mismas.

Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero	Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo
Se constituye, por una sola vez, una cobertura genérica del 7 % de su saldo vivo a 31 de diciembre de 2011.	Además de la anterior, se añade: <ul style="list-style-type: none"> <li>— Con garantía hipotecaria: 45 % para el suelo (pasando del 7 % al 52 %), 22 % para la promoción en curso (pasando del 7 % al 29 %) y 7 % para la promoción terminada (pasando del 7 % al 14 %).</li> <li>— Sin garantía real, el porcentaje será del 45 % para todos los supuestos (pasando del 7 % al 52 %).</li> </ul>

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

Estas nuevas exigencias, al igual que las anteriores, deberán cumplirse antes del 31 de diciembre de 2012, salvo para aquellas entidades que durante 2012 lleven a cabo procesos de integración, que dispondrán de 12 meses a partir de la autorización de los mismos. Dichos procesos deberán suponer una transformación significativa de las entidades, involucrando a instituciones que no pertenezcan a un mismo grupo y cumpliendo las siguientes condiciones:

- 1) Se llevarán a cabo a través de operaciones que supongan modificaciones estructurales o adquisición de entidades participadas mayoritariamente por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), o en las que este haya sido designado administrador provisional.
- 2) Incluirán medidas tendentes a la mejora de su gobierno corporativo.
- 3) Incorporarán un plan de desinversión de activos relacionados con riesgos inmobiliarios, así como compromisos de incrementar el crédito a familias y pequeñas y medianas empresas.

Para ello, las entidades de crédito y los grupos consolidables de entidades de crédito debieron presentar al Banco de España, antes del pasado 11 de junio, un plan en el que detallaban las medidas que tenían previsto adoptar para dicho cumplimiento<sup>5</sup>.

Aquellas entidades que, como consecuencia de este saneamiento, presenten déficit de recursos propios o de capital principal de acuerdo con la normativa vigente tendrán que capitalizarse en el mercado o, en su defecto, solicitar apoyo financiero al FROB. Este último podrá consistir en la suscripción de instrumentos convertibles en acciones (bonos convertibles contingentes, conocidos coloquialmente como «CoCos») o de aportaciones al capital social, independientemente de si participan o no en procesos de integración. Las entidades que recurran a estas ayudas presentarán un plan de reestructuración, que,

<sup>5</sup> Las entidades de crédito que tengan en circulación participaciones preferentes o instrumentos de deuda obligatoriamente convertibles en acciones, emitidos antes de la entrada en vigor de este Real Decreto Ley o canjeados por los anteriores, podrán incluir en el plan la solicitud de diferir por un plazo no superior a 12 meses el pago de la remuneración prevista, a pesar de que, como consecuencia del saneamiento que hayan tenido que llevar a cabo, no dispongan de beneficios o reservas distribuibles suficientes o exista un déficit de recursos propios en la entidad de crédito emisora o dominante. El pago de la remuneración diferida solamente podrá efectuarse transcurrido el plazo si se dispone de beneficios o reservas distribuibles suficientes y no existe un déficit de recursos propios en la entidad de crédito emisora o dominante.

entre otros aspectos, detallará las medidas de apoyo en que se concretará, en su caso, la intervención del FROB<sup>6</sup>.

#### SOCIEDADES PARA LA GESTIÓN DE ACTIVOS

Con el fin de aislar y dar salida en el mercado a los activos inmobiliarios, el Real Decreto Ley prevé la constitución de sociedades de capital a las que las entidades de crédito deberán aportar todos los inmuebles adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo, construcción y promoción inmobiliaria, así como otros activos inmobiliarios adjudicados o recibidos en pago de deudas con fecha posterior al 31 de diciembre de 2011.

Las aportaciones deberán efectuarse por su valor razonable y antes de que termine el plazo de dotación de las nuevas provisiones establecidas tanto en el Real Decreto Ley 2/2012 como en este último (es decir, antes del 31 de diciembre de este año, salvo que se lleven a cabo procesos de integración). En ausencia de valor razonable o cuando existan dificultades para estimar el valor razonable, podrá utilizarse como sustituto el valor en libros de la entidad aportante teniendo en cuenta las provisiones que los activos deban tener constituidas en aplicación del Real Decreto Ley 2/2012 y el informado en esta nota.

En el caso de las entidades de crédito que estuvieran mayoritariamente participadas por el FROB o regidas por un administrador provisional designado por el FROB, será este quien decida si la entidad de crédito debe o no constituir dicha sociedad.

En el supuesto de las entidades de crédito que hayan recibido apoyo financiero del FROB, el objeto social exclusivo de las sociedades a las que aporten sus activos será la administración y enajenación, ya sea de forma directa o indirecta, de dichos activos. Además, estarán obligadas a enajenar anualmente, al menos, un 5 % de sus activos a un tercero distinto de la entidad de crédito aportante o de cualquier sociedad de su grupo. Los administradores de dichas sociedades deberán tener experiencia acreditada en la gestión de activos inmobiliarios. Finalmente, estas entidades de crédito dispondrán de un plazo de tres años, a contar desde la entrada en vigor de este Real Decreto Ley, para adoptar y ejecutar las medidas precisas para que la vinculación de la sociedad para la gestión de activos con la entidad sea, como máximo, la de empresa asociada.

#### RÉGIMEN FISCAL DE LAS OPERACIONES DE APORTACIÓN DE ACTIVOS A SOCIEDADES PARA LA GESTIÓN DE ACTIVOS

El régimen fiscal establecido para las operaciones de aportación de activos a estas sociedades será el de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una sociedad europea o una sociedad cooperativa europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea, establecido en el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo<sup>7</sup>, con el fin de garantizar la neutralidad fiscal de las operaciones que se realicen en la constitución de las sociedades para la gestión de activos.

Con el objeto de estimular la venta de los activos inmobiliarios, se introducen ciertos incentivos fiscales, siempre que se cumplan determinadas condiciones. Así, por ejemplo, estarán exentas en un 50 % las rentas positivas derivadas de la transmisión de bienes inmuebles de naturaleza urbana que se hubieran adquirido de manera onerosa desde la

<sup>6</sup> Las entidades emisoras deberán comprometerse a recomprar los títulos suscritos por el FROB tan pronto como estén en condiciones de hacerlo en los términos comprometidos en el plan de integración. Transcurridos cinco años desde el desembolso sin que las participaciones preferentes hayan sido recompradas por la entidad, o, sin llegar a ese plazo, si el Banco de España considera improbable, a la vista de la situación de la entidad o su grupo, su recompra o amortización, el FROB podrá solicitar su conversión en acciones o en aportaciones sociales del emisor

<sup>7</sup> Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, pp. 94 y 95.



entrada en vigor de este Real Decreto Ley y hasta el 31 de diciembre de 2012. También estarán exentas en un 50 % las ganancias patrimoniales obtenidas sin mediación de establecimiento permanente en España, derivadas de la enajenación de bienes inmuebles urbanos adquiridos durante ese período.

Finalmente, se reducen de forma significativa los aranceles de los notarios y de los registradores de la propiedad en los supuestos de traspasos de activos financieros o inmobiliarios como consecuencia de operaciones de saneamiento y reestructuración de entidades financieras.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 12 de mayo.

#### Entidades de dinero electrónico: desarrollo de la nueva normativa

Se ha publicado el *Real Decreto 778/2012, de 4 de mayo* (BOE del 5), de régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico (en adelante, EDE), que desarrolla la Ley 21/2011, de 26 de julio<sup>8</sup>, de dinero electrónico, que estableció un nuevo marco regulador de las EDE y de la emisión de dinero electrónico<sup>9</sup>.

Con ello se finaliza la transposición de la Directiva 2009/110/CE, de 16 de septiembre<sup>10</sup>, sobre el acceso a la actividad de las EDE y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las directivas 2005/60/CE, de 26 de octubre, y 2006/48/CE, de 14 de junio, y se deroga la Directiva 2000/46/CE, de 18 de septiembre.

En el cuadro 3 se ofrece, de forma resumida, una comparación de los principales aspectos contemplados en el Real Decreto en relación con la normativa anterior.

#### ÁMBITO DE APLICACIÓN

Se atiene al de la Ley 21/2011, que define el dinero electrónico como todo valor monetario almacenado por medios electrónicos o magnéticos que represente un crédito sobre el emisor, que se emita al recibo de fondos con el propósito de efectuar operaciones de pago según se definen en la Ley 16/2009, de 13 de noviembre<sup>11</sup>, de servicios de pago, y que sea aceptado por una persona física o jurídica distinta del emisor de dinero electrónico.

Se excluyen del ámbito de aplicación aquellos valores monetarios almacenados en instrumentos específicos, diseñados para atender a necesidades concretas y cuyo uso esté limitado, bien porque el titular solo pueda utilizarlo en los establecimientos del propio emisor o en una red limitada de proveedores de bienes o servicios, bien porque pueda adquirirse con él únicamente una gama limitada de bienes o servicios, o cuando se utilicen para operaciones de pago ejecutadas por medio de dispositivos de telecomunicación, digitales o de tecnologías de la información cuando los bienes o servicios adquiridos se entregan o utilizan mediante dichos dispositivos.

#### RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS EDE

Conforme anticipaba la Ley 21/2011, se desarrolla un régimen jurídico más apropiado en relación con los riesgos que su actividad puede generar, perdiendo la condición de entidad de crédito, dado que no pueden aceptar depósitos del público, ni otorgar créditos con los fondos recibidos del público. Por lo tanto, quedan integradas dentro del grupo de entidades financieras.

8 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2011», *Boletín Económico*, octubre de 2011, Banco de España, pp. 169-173.

9 La anterior normativa estaba recogida en el artículo 21 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, y en el Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero, sobre el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico, que ahora se deroga.

10 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 163-167.

11 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 158-163.



Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero

Real Decreto 778/2012, de 4 de mayo

Régimen jurídico	
Tienen la naturaleza de entidades de crédito.	Pérdida de la condición de entidad de crédito, quedando integradas dentro del grupo de entidades financieras.
Para la creación de las EDE, se establece una serie de requisitos. En especial, la idoneidad y honorabilidad de los cargos de administración, y el establecimiento de mecanismos de buena gestión interna, sana y prudente, una estructura organizativa adecuada, así como procedimientos eficaces de identificación, gestión, control y comunicación de los riesgos.	Sin cambios significativos.
Régimen de garantía y de solvencia	
No se contempla.	Las EDE deben utilizar uno de los dos métodos de garantía establecidos en la Ley 21/2011, de 26 de julio, a fin de salvaguardar los fondos de sus usuarios para la emisión de dinero electrónico y, en su caso, la ejecución de operaciones de pago.
Se exige un capital inicial mínimo de un millón de euros y unos fondos propios permanentes, iguales o superiores al 2 % del saldo de sus pasivos financieros derivados del dinero electrónico emitido en circulación o de la media de dicho saldo durante los seis meses precedentes, si este último importe fuese superior.	Se reduce el capital inicial mínimo a 350.000 euros. Este se complementará con unos requerimientos de recursos propios mínimos, que varía en función de la prestación de servicios de pago no vinculados a la emisión de dinero electrónico, y de la actividad de emisión de dinero electrónico.
Limitación a las inversiones: las EDE deben realizar una serie de inversiones obligatorias en un determinado conjunto de activos.	Desaparece.
Régimen de actividades	
La emisión de dinero electrónico, así como la prestación de servicios financieros y no financieros estrechamente relacionados con la emisión de dinero electrónico.	Además de la anterior, podrán prestar servicios de pago, conceder créditos en relación con determinados servicios de pago, la gestión de sistemas de pago, prestar servicios operativos y servicios auxiliares estrechamente vinculados con las anteriores actividades, y cualesquiera otras actividades económicas distintas de la emisión de dinero electrónico, con arreglo a la legislación aplicable.
No se contempla de manera específica.	Existe la posibilidad de que las EDE deleguen en terceros o mediante la intermediación de agentes la realización de determinadas actividades, como la distribución y el reembolso de dinero electrónico. No obstante, se establece la prohibición de emitir dinero electrónico a través de agentes.
No se contempla.	Se introduce el concepto de entidades de dinero electrónico híbridas, definidas como aquellas EDE que realicen, además de la emisión de dinero electrónico y la prestación de servicios de pago, cualquier otra actividad económica.
Actividad transfronteriza	
No se contempla específicamente la actividad transfronteriza. No obstante, se establece un régimen de consultas entre supervisores previo a la autorización de EDE bajo control de entidades financieras autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea. Además, en el caso de que las personas que vayan a ejercer el control de una EDE estén domiciliadas en terceros países, la autorización podrá ser denegada, además de por los motivos comunes, por razones relacionadas con la aplicación del principio de reciprocidad.	Se desarrolla ampliamente la actividad transfronteriza, otorgando el «pasaporte comunitario» dentro de la Unión Europea basado en el régimen de comunicaciones entre supervisores.
Régimen de supervisión y sancionador	
Corresponde al Banco de España el control y la inspección de estas entidades, en el marco de lo establecido por la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.	Sin cambios significativos.

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

Para la autorización y ejercicio de la actividad de las EDE, se mantiene el esquema de la Ley 21/2011, que, a su vez, era similar a la normativa anterior: 1) autorización y registro por el Ministerio de Economía y Competitividad, previo informe del Banco de España y del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias en los aspectos de su competencia; 2) un capital inicial mínimo de 350.000 euros (frente al millón de euros que exigía la normativa anterior); 3) reconocida honorabilidad y cualificación profesional de los administradores, así como de los directores generales o asimilados de la entidad; 4) procedimientos de gobierno corporativo adecuados, incluida una estructura organizativa clara, con líneas de responsabilidad bien definidas,

transparentes y coherentes para garantizar una gestión sana y prudente de la entidad, y 5) procedimientos y órganos de control interno y de comunicación para prevenir e impedir el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

Por otro lado, conforme se recogió en la Ley 21/2011, se permite que las EDE realicen otras actividades económicas, además de la emisión de dinero electrónico, que anteriormente era su única actividad<sup>12</sup>.

Asimismo, la denominación de entidad de dinero electrónico, así como su abreviatura, EDE, queda reservada para estas entidades, que pueden incluirlas en su denominación social. Además, deberán introducir una referencia a su naturaleza jurídica en la totalidad de documentos que suscriban o emitan en el ejercicio de su actividad de emisión de dinero electrónico y, en su caso, de prestación de servicios de pago, o que posean efectos jurídicos frente a terceros.

#### RÉGIMEN DE GARANTÍA Y DE SOLVENCIA

La norma establece ciertos requisitos de garantía y de requerimientos de recursos propios, que son similares a los de las entidades de pago.

En relación con los primeros, se exige que las EDE dispongan de uno de los dos métodos de garantía establecidos en la Ley 21/2011, de 26 de julio, a fin de salvaguardar los fondos recibidos de sus usuarios para la emisión de dinero electrónico y, en su caso, la ejecución de operaciones de pago: 1) el establecimiento de un depósito en una cuenta separada en una entidad de crédito de los fondos recibidos de los usuarios o su inversión en activos líquidos y de bajo riesgo, o 2) la contratación de una póliza de seguro u otra garantía comparable de entidad de crédito o aseguradora, que deberá cumplir ciertas condiciones y solo podrá utilizarse mediando autorización expresa del Banco de España.

Por otro lado, se detalla el método de cálculo que deberán aplicar las EDE para determinar sus requerimientos de recursos propios mínimos. Con carácter general, será la suma de las dos cantidades siguientes: 1) en caso de prestación de servicios de pago no vinculados a la emisión de dinero electrónico, el mismo importe que el exigido a las entidades de pago, que está basado en una ponderación de la cuantía de las operaciones de pago ejecutadas por ellas durante el año anterior, y 2) respecto a la actividad de emisión de dinero electrónico, un 2 % de la media de dinero electrónico en circulación.

En el supuesto de que una EDE presente un déficit de recursos propios respecto de los exigidos, deberá ponerse en conocimiento del Banco de España, acompañado de un programa para retornar a su cumplimiento. En estos casos, se establece la obligación de someter la aplicación de resultados a la autorización previa del Banco de España.

#### ACTIVIDAD TRANSFRONTERIZA

Se desarrolla la actividad transfronteriza de las EDE, a las que, de no estar sometidas a excepciones regulatorias<sup>13</sup>, se les otorga el «pasaporte comunitario», de modo que su actividad intracomunitaria se basa en el régimen de comunicaciones entre supervisores

12 Aquellas incluyen: la prestación de los servicios de pago definidos en la Ley 16/2009; la concesión de créditos en relación con determinados servicios de pago, siempre que se cumplan ciertas condiciones, y con la limitación de que no se concedan con cargo a los fondos recibidos a cambio de dinero electrónico; la prestación de servicios operativos y servicios auxiliares estrechamente vinculados con la emisión de dinero electrónico o con la prestación de servicios de pago; la gestión de sistemas de pago y, en general, cualesquiera otras actividades económicas distintas de la emisión de dinero electrónico, con arreglo a la legislación de la Unión Europea y nacional aplicable.

13 En la transposición de la Directiva 2009/110/CE, no se ha hecho uso de la facultad concedida a los Estados miembros, en su artículo 9, de autorizar EDE españolas sometidas a excepciones regulatorias, en cuyo caso no hubieran gozado de pasaporte comunitario.

(análogo al de las entidades de crédito), manteniéndose el sistema de autorización previa por el Banco de España cuando esta abarque a terceros países.

En este último caso, cabe reseñar que para el establecimiento en España de sucursales de EDE extranjeras autorizadas o domiciliadas en un Estado no miembro de la Unión Europea se exigirán los mismos requisitos que para la creación de una EDE española, con las particularidades que se detallan en la norma. La autorización podrá ser denegada, además de por las causas señaladas para las EDE españolas, por la aplicación del principio de reciprocidad.

También se exige autorización previa cuando se pretenda constituir una EDE en un Estado no miembro de la Unión Europea. Dicho requisito se extiende cuando se pretende adquirir una participación significativa o la toma de control de una EDE ya existente en dichos Estados.

#### RÉGIMEN DE LOS AGENTES Y DELEGACIÓN DE FUNCIONES OPERATIVAS

Se les permite a las EDE que realicen, a través de agentes (es decir, personas físicas o jurídicas que actúen en su nombre), la distribución y reembolso de dinero electrónico, y, en su caso, la prestación de servicios de pago, pero de ningún modo podrán emitir dinero electrónico por intermediación de ellos.

Para la delegación de funciones operativas que se consideren esenciales (la emisión de dinero electrónico o la prestación de servicios de pago) deberán informar previamente al Banco de España, acompañando información detallada sobre las características de la delegación y la identidad de la empresa en que se pretenda delegar. El Banco de España podrá, motivadamente, oponerse a tal delegación. Para el resto de funciones operativas, bastará con su comunicación.

#### ENTIDADES DE DINERO ELECTRÓNICO HÍBRIDAS

El Real Decreto introduce el concepto de EDE híbridas, definidas como aquellas que realicen, además de la emisión de dinero electrónico y la prestación de servicios de pago, cualquier otra actividad económica. Para ellas, además de los requisitos generales requeridos, les serán de aplicación ciertas previsiones específicas en relación con algunos requisitos para ejercer la actividad.

El Banco de España puede exigir a una EDE híbrida que constituya una EDE separada, cuando la realización de otras actividades económicas distintas a la emisión de dinero electrónico y la prestación de servicios de pago pueda afectar a su solidez financiera o a la capacidad de las autoridades para realizar su función de supervisión.

#### OTROS ASPECTOS DE LA NORMA

La Ley 21/2011 y el Real Decreto comentado recogen el régimen de supervisión y sancionador aplicable a las EDE, que, en lo fundamental y con algunas adaptaciones, será el régimen aplicable a las entidades de crédito. En este sentido, se otorgan al Banco de España las funciones de supervisión de las EDE: control e inspección, colaboración con autoridades comunitarias, ejercicio de competencias sobre el régimen de participaciones significativas de estas entidades, etc. Todo ello en línea con las facultades ya ejercidas por el Banco de España en relación con las entidades de crédito. El régimen sancionador aplicable a las mismas sigue, en lo fundamental, lo dispuesto en la Ley 26/1988, de 29 de julio<sup>14</sup>, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

<sup>14</sup> Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 56-58.

Asimismo, se regula el deber de secreto profesional para todas las personas que en el desempeño de una actividad profesional para el Banco de España o en el intercambio de información con otras autoridades hayan conocido datos de carácter reservado.

Finalmente, se introduce un régimen transitorio para las EDE autorizadas conforme a la normativa anterior (artículo 21 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre<sup>15</sup>, y Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero<sup>16</sup>), ya que no se les exige que soliciten una nueva autorización, si bien deben acreditar el cumplimiento de los requisitos previstos en la Ley 21/2011, de 26 de julio, y en este Real Decreto, con ciertas salvedades.

El Real Decreto entró en vigor el 6 de mayo.

#### Ficheros de datos de carácter personal gestionados por el Banco de España

Se ha publicado la *CBE 3/2012, de 28 de marzo* (BOE del 7 de abril), por la que se crean, modifican y suprimen ficheros de datos de carácter personal gestionados por el Banco de España. Ello implica la modificación de las circulares 2/2005, de 25 de febrero; 4/2008, de 31 de octubre, y 1/2011, de 26 de enero.

Las novedades más importantes desde el punto de vista de la regulación financiera son:

- 1) la creación de los ficheros «Miembros de colegios de supervisores» e «Infraestructura de clave pública, Sistema Europeo de Bancos Centrales», cuyas descripciones, que figuran en el anejo de dicha Circular, se incorporan al anejo I de la CBE 2/2005, de 25 de febrero, y
- 2) la supresión del fichero «Cambios de moneda extranjera», cuyos datos son incorporados al fichero «Operaciones de efectivo», modificado por esta norma.

La Circular entró en vigor el 7 de abril.

#### Régimen sobre las transacciones económicas con el exterior: actualización de su normativa

Se ha publicado la *CBE 4/2012, de 25 de abril* (BOE del 4 de mayo), sobre normas para la comunicación por los residentes en España de las transacciones económicas y los saldos de activos y pasivos financieros con el exterior. La Circular deroga, a partir del 1 de enero de 2014, las circulares 6/2000, de 31 de octubre; 3/2006, de 28 de julio, y determinados apartados de la 2/2001, de 18 de julio.

Su finalidad es adaptar las normas de comunicación al Banco de España por parte de los residentes al nuevo régimen de declaración de las transacciones económicas con el exterior, establecido en el Real Decreto 1360/2011, de 7 de octubre<sup>17</sup>, 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.

Su ámbito de aplicación son las personas físicas y jurídicas residentes en España, distintas de los proveedores de servicios de pago, que realicen transacciones con no residentes y operaciones que supongan cobros, pagos y/o transferencias exteriores, así como variaciones en cuentas o posiciones financieras deudoras o acreedoras, o mantengan activos o pasivos frente al exterior.

<sup>15</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 75-89.

<sup>16</sup> Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, abril de 2008, Banco de España, pp. 164-167.

<sup>17</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2011», *Boletín Económico*, enero de 2012, Banco de España, p. 123.

El cambio sustancial en relación con la normativa anterior es que la información por parte de los titulares residentes de esas operaciones, a partir de la entrada en vigor de la norma, deberá proporcionarse mediante su declaración directa al Banco de España. Conforme al procedimiento anterior, también se permitía realizarlo a través de los proveedores de servicios de pago.

Además, se establecen nuevas periodicidades y plazos de envío de la información —que deberá remitirse por medios telemáticos—, que varían en función del importe que alcancen las transacciones con no residentes y de los saldos de activos y pasivos frente al exterior<sup>18</sup>:

- Periodicidad mensual, si los importes de las transacciones durante el año inmediatamente anterior, o los saldos de activos y pasivos el 31 de diciembre del año anterior, resultan iguales o superiores a 300 millones de euros.
- Periodicidad trimestral, si los importes de las transacciones durante el año inmediatamente anterior, o los saldos de activos y pasivos el 31 de diciembre del año anterior, resultan iguales o superiores a 100 millones e inferiores a 300 millones de euros.
- Periodicidad anual si los importes de las transacciones durante el año inmediatamente anterior, o los saldos de activos y pasivos el 31 de diciembre del año anterior, resultan inferiores a 100 millones de euros. Esta declaración podrá efectuarse de forma resumida, en los términos que establece la Circular, cuando ni el importe de los saldos ni el de las transacciones superen los 50 millones de euros. En caso de que no supere el millón de euros, la declaración solo se enviará al Banco de España a requerimiento expreso de este, en un plazo máximo de dos meses a contar desde la fecha de solicitud.

Finalmente, los residentes que estuviesen obligados a facilitar la información requerida de acuerdo con las circulares 6/2000, de 31 de octubre, y/o 3/2006, de 28 de julio, deberán seguir facilitándola y declarándola hasta la correspondiente al 31 de diciembre de 2013, sin perjuicio del cumplimiento de las obligaciones establecidas en esta norma.

La Circular entrará en vigor el 1 de enero de 2013.

#### **Modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, y de la normativa de las sociedades de capital en relación con las fusiones y las escisiones**

Se ha publicado la *Ley 1/2012, de 22 de junio* (BOE del 23), que deroga el Real Decreto Ley 9/2012, de 16 de marzo<sup>19</sup>, sobre simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital.

La Ley se inspira en los mismos objetivos del Real Decreto Ley derogado<sup>20</sup>, pero introduce ciertas mejoras en su redacción, al tiempo que recoge algunas novedades en la Ley

<sup>18</sup> Anteriormente, para los préstamos y créditos financieros que los residentes concedieran a no residentes, cualquiera que fuera su instrumentación, la obligación de envío de la información era para aquellos cuyo importe fuera igual o superior a 3 millones de euros, siempre con anterioridad a la primera disposición de fondos del préstamo o crédito obtenido. Si se trataba de compensaciones de cobros y pagos con no residentes, para aquellas cuyo importe fuera igual o superior a 600.000 euros en el plazo de un mes.

<sup>19</sup> Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, abril de 2012, Banco de España, pp. 155-161.

<sup>20</sup> Es decir, la transposición al Derecho español de 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.

24/1988, de 28 de julio<sup>21</sup>, del Mercado de Valores, en relación con las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, OPA).

#### MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS OPA

En relación con las OPA —tanto obligatorias<sup>22</sup> como voluntarias<sup>23</sup>—, el oferente deberá aportar un informe de un experto independiente sobre los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio ofrecido<sup>24</sup> cuando dentro de los dos años anteriores al anuncio de la OPA concurra alguna de las siguientes circunstancias: a) que los precios de mercado de los valores a los que se dirija la OPA presenten indicios razonables de manipulación, que hubieran motivado la incoación de un procedimiento sancionador por la CNMV, y siempre que se hubiese notificado al interesado el correspondiente pliego de cargos; b) que los precios de mercado, en general, o de la sociedad afectada, en particular, se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales, tales como catástrofes naturales, situaciones de guerra o calamidad u otras derivadas de fuerza mayor, o c) que la sociedad afectada se haya visto sujeta a expropiaciones, confiscaciones u otras circunstancias de igual naturaleza que puedan suponer una alteración significativa del valor real de su patrimonio.

El precio ofrecido no podrá ser inferior al mayor entre el precio equitativo establecido en la OPA obligatoria y el que resulte de tomar en cuenta —con justificación de su respectiva relevancia— los métodos contenidos en el informe. Asimismo, si la oferta se formulara como canje de valores, además de lo anterior, se deberá incluir, al menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido.

Por otro lado, en las OPA obligatorias se modifican algunas de las medidas de neutralización<sup>25</sup> que las sociedades pueden aplicar opcionalmente. Así, se rebaja del 75 % al 70 % el porcentaje que debe poseer el oferente para evitar las restricciones a la transmisibilidad de valores o a los derechos de voto derivados de pactos parasociales. Asimismo, las cláusulas estatutarias que fijen con carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores quedarán sin efecto cuando tras una OPA el oferente ha alcanzado un porcentaje igual o superior al 70 % del capital que confiera derechos de voto, salvo que no estuviera sujeto a medidas de neutralización equivalentes o no las hubiera adoptado. Finalmente, la decisión para aplicar este tipo de medidas se adoptará en la junta general de accionistas de la sociedad, con los requisitos de cuórum y mayorías previstos para la modificación de estatutos de las sociedades anónimas<sup>26</sup>.

21 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61-62.

22 La OPA obligatoria debe realizarse cuando la entidad alcance el control de una sociedad cotizada, presumiendo que se obtiene cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 %; o bien haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más del 50 % de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

23 La OPA es voluntaria cuando, sin alcanzar los porcentajes estipulados para la obligatoria, la entidad pretenda adquirir acciones (u otros valores que puedan dar derecho a suscripción o adquisición de estas), de forma voluntaria, de una sociedad cotizada.

24 En dicho informe se incluirán el valor medio del mercado en un determinado período, el valor liquidativo de la sociedad, el valor de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta, el valor teórico contable de la sociedad y otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados que, en todo caso, aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas.

25 Estas medidas pretenden neutralizar las posibles decisiones defensivas adoptadas por la sociedad objeto de oferta (blindajes societarios), que consisten, por ejemplo en restricciones de voto en estatutos sociales o en restricciones de transmisibilidad y voto en pactos parasociales.

26 Para la modificación de los estatutos se necesita la concurrencia del 50 % del capital suscrito con derecho de voto en primera convocatoria. En segunda convocatoria será suficiente el 25 % de dicho capital. En este último caso, será necesario el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta.



En coherencia con las modificaciones realizadas en la Ley del Mercado de Valores, la Ley 1/2012 las hace extensibles al resto de las sociedades de capital.

SIMPLIFICACIÓN DE LAS  
OBLIGACIONES DE  
INFORMACIÓN Y  
DOCUMENTACIÓN DE FUSIONES  
Y ESCISIONES DE SOCIEDADES  
DE CAPITAL

En relación con el resto de la Ley, se mantienen los aspectos recogidos en el Real Decreto Ley 9/2012, relativos a la simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital, entre los que cabe destacar: 1) el fortalecimiento de la página web y de las comunicaciones electrónicas con el propósito de facilitar el funcionamiento de las sociedades mercantiles y de posibilitar un mayor ahorro de costes, haciéndose obligatoria para las sociedades cotizadas; 2) la posibilidad de que el balance de fusión pueda ser sustituido por el informe financiero semestral si se trata de sociedades anónimas cotizadas; 3) la garantía del 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, en su caso, de la fecha de inserción de dicho proyecto en la página web de las respectivas sociedades; 4) la simplificación de los trámites en el caso de escisión por constitución de nuevas sociedades; 5) el establecimiento de nuevos supuestos 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, y 6) la introducción de 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.

Finalmente, se establece la posibilidad de realizar las convocatorias de juntas generales mediante anuncios publicados en la página web de la sociedad si esta hubiera sido creada y debidamente inscrita. Asimismo, los estatutos podrán establecer mecanismos adicionales de publicidad a los previstos en la Ley e imponer a la sociedad la gestión telemática de un sistema de alerta a los socios de los anuncios de convocatoria insertados en la página web de la sociedad.

La Ley entró en vigor el 24 de junio.

**Reglamento comunitario  
en relación con los  
instrumentos de riesgo  
compartido para  
determinados Estados  
miembros**

Se ha publicado el *Reglamento 423/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de mayo* (DOUE del 23), que modifica el Reglamento 1083/2006, del Consejo, de 11 de julio, por el que se establecen las disposiciones generales relativas al Fondo Europeo de Desarrollo Regional, al Fondo Social Europeo y al Fondo de Cohesión, y se deroga el Reglamento 1260/1999.

El Reglamento introduce determinadas disposiciones relativas a los instrumentos de riesgo compartido. El Estado miembro que desee acogerse a uno de estos instrumentos deberá especificar en una solicitud por escrito a la Comisión, antes del 31 de agosto de 2013, los motivos por los que considera que cumple alguna de las condiciones de subvencionabilidad establecidas en el Reglamento. En particular, solo serán subvencionables con cargo a un instrumento de riesgo compartido los acuerdos de cooperación que celebrará la Comisión con el Banco Europeo de Inversiones (BEI) o con los organismos públicos nacionales o internacionales u organismos de Derecho privado con una misión de servicio público, según el caso, que hayan adoptado una decisión favorable de financiación.

En dichos acuerdos se establecerá una serie de normas, en particular, sobre los extremos siguientes: el importe total de la contribución de la Unión Europea y el calendario para su puesta a disposición; las condiciones de cuenta fiduciaria que deberá establecer el organismo de ejecución contratado; los criterios de subvencionabilidad; los detalles del riesgo compartido exacto (incluido el coeficiente de apalancamiento) que deberá asegurarse y las garantías que deberá facilitar el organismo de ejecución contratado; la fijación del precio del instrumento de riesgo compartido, sobre la base del margen de riesgo y de la

cobertura de todos los costes administrativos del instrumento de riesgo compartido; la aplicación y el procedimiento de aprobación de las propuestas de proyectos cubiertas por el instrumento de riesgo compartido; el período de disponibilidad del instrumento de riesgo compartido, y los requisitos de información.

La Comisión deberá verificar que la información presentada por el Estado miembro solicitante es correcta y que la solicitud del Estado miembro está justificada, y debe tener competencia para adoptar, mediante un acto de ejecución y en un plazo de cuatro meses a partir de la solicitud del Estado miembro, una decisión sobre los términos y las condiciones de la participación del Estado miembro solicitante en el instrumento de riesgo compartido.

El Reglamento entró en vigor el 23 de mayo.

**Agencias de calificación crediticia: normas complementarias al reglamento comunitario**

Se han publicado varios reglamentos delegados de la Comisión Europea que complementan la normativa de las agencias de calificación crediticia (ACC) recogida en el Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre<sup>27</sup>. A continuación se hace un resumen sucinto de dichas disposiciones.

**NORMAS TÉCNICAS RELATIVAS A LA INFORMACIÓN QUE DEBE PROPORCIONARSE PARA EL REGISTRO Y LA CERTIFICACIÓN DE LAS ACC**

El *Reglamento Delegado 449/2012, de la Comisión, de 21 de marzo* (DOUE del 30 de mayo), completa el Reglamento 1060/2009 estableciendo ciertas normas en relación con la información que deben proporcionar las ACC a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) en sus solicitudes de registro y certificación.

Respecto a las solicitudes de registro, las ACC presentarán a la AEVM abundante documentación detallada en la norma, entre la que cabe reseñar la siguiente: 1) la identificación de las personas que posean, directa o indirectamente, al menos, el 5 % del capital o de los derechos de voto, o cuya participación les permita ejercer una influencia notable en su gestión; 2) unas políticas internas en materia de gobernanza empresarial y los procedimientos y mandatos por los que se rigen sus altos directivos, en particular el consejo de administración o de supervisión, sus miembros independientes y, en su caso, los comités; 3) la acreditación de la idoneidad y honorabilidad de los miembros de la alta dirección, y 4) información sobre sus políticas y procedimientos con respecto a la detección, gestión y comunicación de conflictos de intereses y las normas aplicables a los analistas de calificaciones y a otras personas directamente involucradas en las actividades de calificación crediticia.

En relación con la documentación que deben facilitar a la AEVM en su solicitud de certificación, es en su mayor parte similar a la exigida para la solicitud de registro, acompañado de otros documentos como: 1) información en relación con las calificaciones que emitan o se propongan emitir; 2) indicación de si poseen actualmente, o si tienen previsto solicitar, la condición de agencia de calificación externa de crédito (ECAI<sup>28</sup>) en uno o varios Estados miembros y, en caso afirmativo, indicarlos expresamente, y 3) información que se especifica en el anexo XII en relación con la importancia sistémica de sus calificaciones crediticias y actividades de calificación crediticia para la estabilidad financiera o la integridad de los mercados financieros de uno o varios Estados miembros.

El Reglamento Delegado entró en vigor el 19 de junio.

<sup>27</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 174 y 175.

<sup>28</sup> ECAI, del inglés *External Credit Assessment Institution*.



El *Reglamento Delegado 447/2012, de la Comisión, de 21 de marzo* (DOUE del 30 de mayo), completa el Reglamento 1060/2009 mediante el establecimiento de normas técnicas aplicables a la evaluación de la conformidad de los métodos de calificación crediticia.

Las ACC deben poder demostrar a la AEVM, en todo momento, que cumplen los requisitos establecidos en el Reglamento 1060/2009 en relación con los métodos de calificación crediticia utilizados<sup>29</sup>; y, por su parte, la AEVM deberá verificar, cuando lo estime oportuno, el cumplimiento de dichos requisitos. En concreto, deberá evaluar el proceso de elaboración, utilización y revisión de los métodos de calificación crediticia. Para determinar el nivel adecuado de evaluación, la AEVM tendrá en cuenta si los métodos de calificación tienen un historial verificable de coherencia y precisión en la predicción de la solvencia.

Las ACC deberán utilizar métodos de calificación, con sus correspondientes modelos analíticos, hipótesis fundamentales de calificación y criterios que se aplicarán sistemáticamente en la formulación de todas las calificaciones de una determinada clase de activos o segmento del mercado. Además, deberán revisar y examinar periódicamente los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales, matemáticas o de correlación, que utilicen, y cualquier cambio o modificación significativo que sufran, así como la idoneidad de los mismos en caso de que se utilicen, o esté previsto que se utilicen, para el análisis de nuevos instrumentos financieros.

El Reglamento Delegado entró en vigor el 19 de junio.

El *Reglamento Delegado 446/2012, de la Comisión, de 21 de marzo* (DOUE del 30 de mayo), completa el Reglamento 1060/2009, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación acerca del contenido y del formato de los informes periódicos sobre los datos relativos a las calificaciones que deberán presentar las ACC a la AEVM.

Los informes transmitidos se presentarán con periodicidad mensual y contendrán datos relativos a las calificaciones del mes natural anterior. Si las ACC cuentan con menos de 50 empleados que no formen parte de un grupo de ACC, podrán presentarlos cada dos meses, salvo que la AEVM les comunique la obligación de presentar información mensual habida cuenta de la naturaleza, la complejidad y la gama de las calificaciones crediticias que emiten.

El contenido de los informes se especifica en los anejos de la norma, agrupándose, fundamentalmente, en dos ficheros: 1) informes sobre los datos cualitativos conforme al formato especificado en los anejos de la norma; en particular, datos cualitativos sobre su escala de calificación, explicando las características individuales y el significado de cada calificación, y 2) informes sobre los datos de calificación que deben comunicarse a la AEVM en relación con las acciones que lleven a cabo, y por cada calificación crediticia afectada por la acción.

Por otra parte, se establecen las normas de presentación de la información; en particular, la estructura, el formato, el método y el período de información en relación con los informes sobre los datos cualitativos y sobre los datos de calificación, que las ACC deberán comunicar a un registro central establecido por la AEVM. También deberán informar tanto las calificaciones solicitadas como las no solicitadas, especificando cada una de ellas.

El Reglamento Delegado entrará en vigor el 30 de noviembre.

<sup>29</sup> El artículo 8.3 establecía que las ACC deben emplear métodos de calificación que sean rigurosos, sistemáticos, continuados y que puedan ser validados a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva.

NORMAS TÉCNICAS APLICABLES  
A LA PRESENTACIÓN DE LA  
INFORMACIÓN QUE LAS ACC  
DEBERÁN COMUNICAR A UN  
REGISTRO CENTRAL  
ESTABLECIDO POR LA AEVM

El *Reglamento Delegado 448/2012, de la Comisión, de 21 de marzo* (DOUE del 30 de mayo), completa el Reglamento 1060/2009 en lo relativo a las normas técnicas aplicables a la presentación de la información que las ACC deberán comunicar a un registro central establecido por la AEVM.

El Reglamento 1060/2009 establecía que las ACC debían comunicar a un registro central establecido por la AEVM determinada información acerca de sus resultados históricos, que la AEVM la pondría a disposición del público, junto con un resumen de los principales cambios observados. Ahora, el Reglamento Delegado 448/2012 precisa la forma de presentación de la información facilitada: en particular, la estructura, el formato, el método y el período de información.

El Reglamento Delegado entró en vigor el 19 de junio.

## Presupuestos Generales del Estado para el año 2012

Se ha publicado la *Ley 2/2012, de 29 de junio* (BOE del 30), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2012. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados:

## DEUDA DEL ESTADO

Se autoriza al Gobierno para que durante 2012 incremente el saldo vivo de la deuda del Estado, como máximo, en 35.325 millones de euros con respecto del nivel de primeros de año (43.626 millones de euros fue la limitación del presupuesto anterior). Dicho límite podrá ser sobrepasado durante el curso del ejercicio previa autorización del Ministerio de Economía y Competitividad y estableciendo los supuestos en los que quedará automáticamente revisado.

En lo relativo a los «avales públicos y otras garantías», se fija el límite total de los avales que han de prestar el Estado y los Organismos Públicos en 217.043 millones de euros (59.900 millones de euros era el límite fijado en los presupuestos anteriores).

Dentro de esa cantidad, se reservan, entre otros, los siguientes importes: 1) 92.543 millones de euros para garantizar las obligaciones económicas exigibles a la sociedad denominada «Facilidad Europea de Estabilización Financiera», derivadas de las emisiones de instrumentos financieros, de la concertación de operaciones de préstamo y crédito, así como de cualesquiera otras operaciones de financiación que realice dicha sociedad<sup>30</sup>; 2) 55.000 millones de euros para el otorgamiento de avales a las obligaciones económicas derivadas de las emisiones de bonos y obligaciones nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España con una actividad significativa en el mercado de crédito nacional<sup>31</sup>; 66.000 millones de euros para garantizar las obligaciones económicas exigibles al FROB, derivadas de las operaciones previstas en el Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio<sup>32</sup>, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, y 3) 3.000 millones de euros (igual cantidad que la contemplada en los presupuestos anteriores) para garantizar los valores

30 De acuerdo con lo establecido en el Real Decreto Ley 9/2010, de 28 de mayo, por el que se autoriza a la Administración General del Estado al otorgamiento de avales a determinadas operaciones de financiación en el marco del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera de los Estados miembros de la zona del euro.

31 El aval garantizará el principal de la emisión y los intereses ordinarios. De producirse la ejecución del aval, siempre que la misma se inste dentro de los cinco días naturales siguientes a la fecha de vencimiento de la obligación garantizada, el Estado satisfará una compensación a los titulares legítimos de los valores garantizados, sin perjuicio de las cantidades que deba abonar en virtud del aval.

32 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2009», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2009, Banco de España, pp. 190-194.

de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos, orientados a mejorar la financiación de la actividad productiva empresarial.

#### FISCALIDAD

Por lo que se refiere al IRPF, se recoge el gravamen complementario a la cuota íntegra estatal en los ejercicios 2012 y 2013, establecido por el Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre<sup>33</sup>, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público.

Por otro lado, se mantienen las compensaciones por la pérdida de beneficios fiscales que afectan a determinados contribuyentes con la actual Ley del IRPF, regulada por la Ley 35/2006, de 28 de noviembre. La primera establece para el año 2011 una compensación fiscal por deducción en adquisición de vivienda habitual<sup>34</sup> para los contribuyentes que la hubiesen adquirido con anterioridad al 20 de enero de 2006, equivalente a la diferencia entre la deducción resultante de la aplicación de la anterior normativa de IRPF (recogida en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo<sup>35</sup>), que estuvo vigente hasta finales de 2006, y la que se obtendría con la Ley 35/2006<sup>36</sup>.

La segunda compensación fiscal afectará a los perceptores de determinados rendimientos del capital mobiliario con período de generación superior a dos años en 2011. Por un lado, a los rendimientos del capital mobiliario obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios procedentes de instrumentos financieros contratados con anterioridad a 20 de enero de 2006 se les aplicará una reducción del 40 %, al igual que se hacía con la anterior Ley del IRPF. Por otro, a los rendimientos derivados de percepciones en forma de capital diferido procedentes de seguros de vida o invalidez contratados con anterioridad a 20 de enero de 2006 se les aplicará una reducción del 40 % o del 75 %, tal como estaba previsto en la anterior Ley del IRPF.

Para las transmisiones de bienes inmuebles no afectos a actividades económicas, se mantiene para el año 2012 la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición en un 1 %, a efectos de determinar la ganancia o pérdida patrimonial que se ponga de manifiesto en la transmisión de dichos inmuebles.

En el impuesto sobre sociedades, se recoge la regulación en materia de retenciones e ingresos a cuenta realizada por el Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre, que elevó del 19 % al 21 % el porcentaje de retención general de las rentas procedentes del arrendamiento o subarrendamiento de inmuebles urbanos. Asimismo, se actualizan en un 1 % los coeficientes de corrección monetaria aplicables en los supuestos de transmisión de elementos patrimoniales del activo fijo o de estos elementos que hayan sido clasificados como activos no corrientes mantenidos para la venta, que tengan la naturaleza de

33 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2011», *Boletín Económico*, enero de 2012, Banco de España, pp. 143-145.

34 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, recuperó la deducción por inversión en vivienda habitual, sin establecer límite de renta por el contribuyente (anteriormente se podía aplicar si el perceptor obtenía rentas inferiores a 24.107,20 euros).

35 Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, pp. 94 y 95.

36 Durante 2010 se puede deducir, en términos generales, el 15 % de las cantidades satisfechas por la adquisición o rehabilitación de la vivienda habitual, con un máximo de 9.015,18 euros anuales. Mientras que en 2006, aunque se establecía la misma deducción en términos generales, cuando la adquisición se hacía con financiación ajena, en los dos años siguientes a la adquisición la deducción era del 25 % sobre los primeros 4.507,59 euros y el 15 % sobre el exceso hasta 9.015,18 euros. Con posterioridad, los porcentajes anteriores eran del 20 % y del 15 %, respectivamente.

inmuebles. Finalmente, se regula la forma de determinar los pagos fraccionados del impuesto durante el ejercicio 2012.

En el impuesto sobre la renta de no residentes, se extiende la exención aplicable a los beneficios distribuidos por las sociedades filiales residentes en España a sus matrices residentes en otro Estado miembro de la Unión Europea a todos los Estados integrantes del Espacio Económico Europeo<sup>37</sup>, con el propósito de ajustar la normativa interna al ordenamiento comunitario.

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

3.7.2012.

---

<sup>37</sup> El Espacio Económico Europeo está integrado por los 27 países integrantes de la Unión Europea más Islandia, Liechtenstein y Noruega.



## 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 <sup>1</sup>	35*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup>	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 <sup>1</sup> (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 <sup>1</sup> (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 <sup>1</sup> (BE)	43*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup> (BE)	44*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	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 plazo<sup>1</sup> (BE) 59\*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)<sup>1</sup> (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).



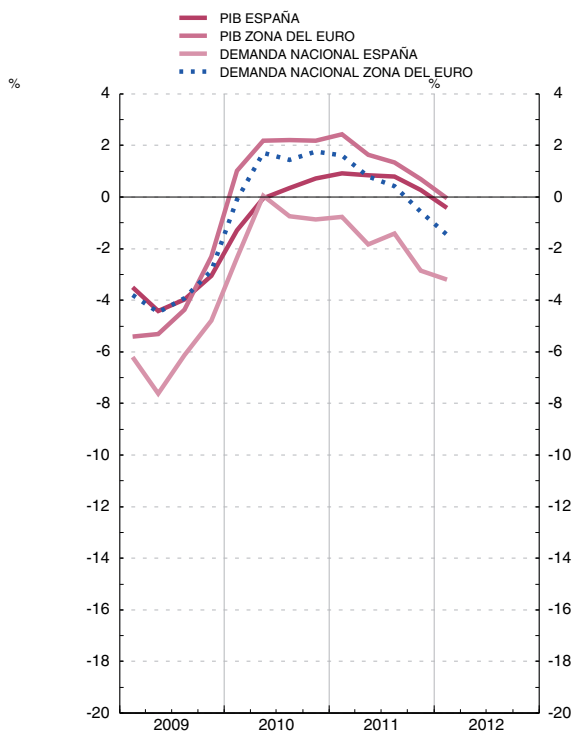
# 1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

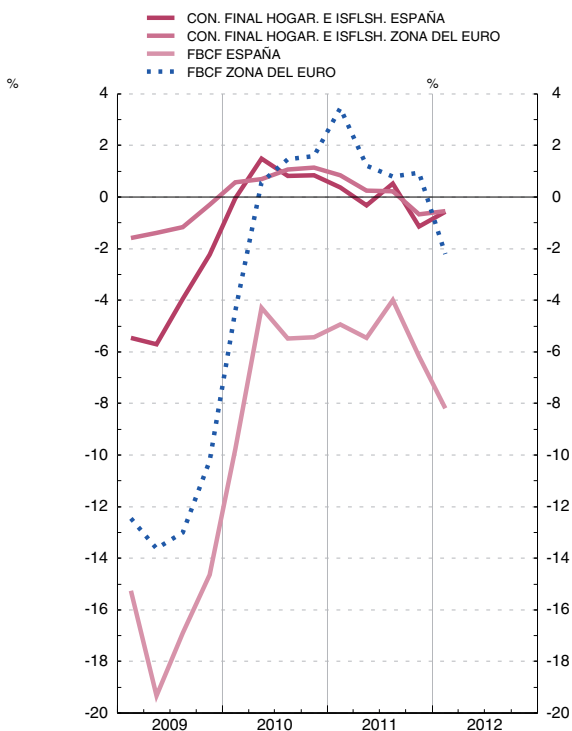
Tasas de variación interanual

		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	Zona del euro (b)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España	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	-4,4	-4,3	-1,1	3,7	2,6	-16,6	-12,3	-6,2	-3,8	-10,4	-12,5	-17,2	-11,3	1 048	8 917
10	P	-0,1	1,9	0,8	0,9	0,2	0,7	-6,3	-0,2	-1,0	1,2	13,5	11,0	8,9	9,4	1 051	9 155
11	P	0,7	1,5	-0,1	0,2	-2,2	-0,3	-5,1	1,6	-1,7	0,6	9,0	6,4	-0,1	4,1	1 073	9 411
09 //	P	-4,4	-5,3	-5,7	-1,4	4,6	2,7	-19,3	-13,6	-7,6	-4,5	-15,2	-16,3	-23,3	-14,6	262	2 220
///	P	-4,0	-4,4	-3,9	-1,2	3,3	2,6	-16,9	-13,0	-6,1	-3,9	-9,1	-12,6	-15,2	-11,6	261	2 231
IV	P	-3,1	-2,3	-2,2	-0,3	1,4	2,5	-14,6	-10,2	-4,8	-2,8	-0,4	-5,0	-6,7	-6,3	260	2 241
10 /	P	-1,3	1,0	-0,0	0,6	0,6	1,4	-9,8	-4,4	-2,3	-0,1	11,9	7,3	6,3	4,4	261	2 258
///	P	-0,0	2,2	1,5	0,7	1,0	0,8	-4,3	0,6	0,1	1,7	15,3	13,0	14,5	12,0	262	2 285
IV	P	0,4	2,2	0,8	1,1	0,2	0,5	-5,5	1,5	-0,7	1,4	11,8	12,1	7,0	10,4	263	2 301
	P	0,7	2,2	0,8	1,1	-0,9	-0,1	-5,4	1,6	-0,9	1,8	14,9	11,8	8,0	11,1	265	2 312
11 /	P	0,9	2,4	0,4	0,8	0,6	0,1	-4,9	3,5	-0,8	1,6	13,1	10,1	6,0	8,2	267	2 339
///	P	0,8	1,6	-0,3	0,3	-2,1	-0,1	-5,4	1,2	-1,8	0,8	8,8	6,4	-1,3	4,4	268	2 351
IV	P	0,8	1,3	0,5	0,2	-3,6	-0,4	-4,0	0,8	-1,4	0,4	9,2	5,7	0,9	3,6	269	2 362
	P	0,3	0,7	-1,1	-0,7	-3,6	-0,6	-6,2	1,0	-2,9	-0,6	5,2	3,3	-5,9	0,3	269	2 359
12 /	P	-0,4	-0,1	-0,6	-0,6	-5,2	-0,3	-8,2	-2,2	-3,2	-1,5	2,2	2,9	-7,2	-0,3	267	2 364

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.

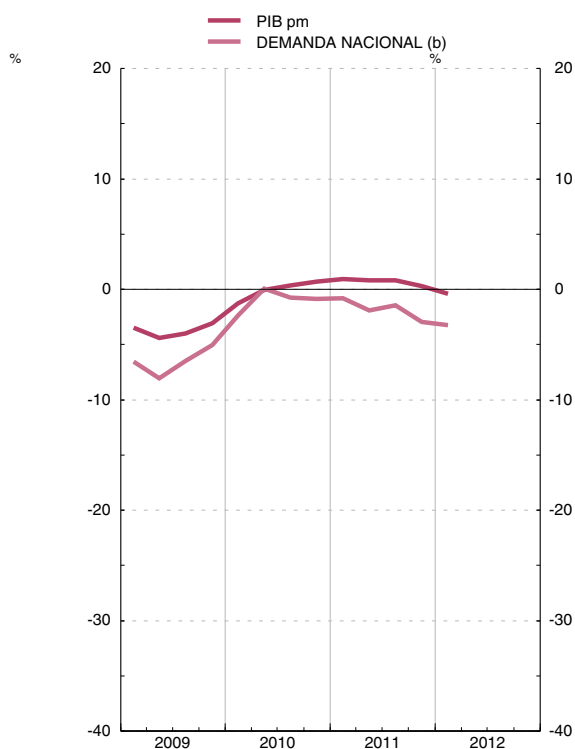
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

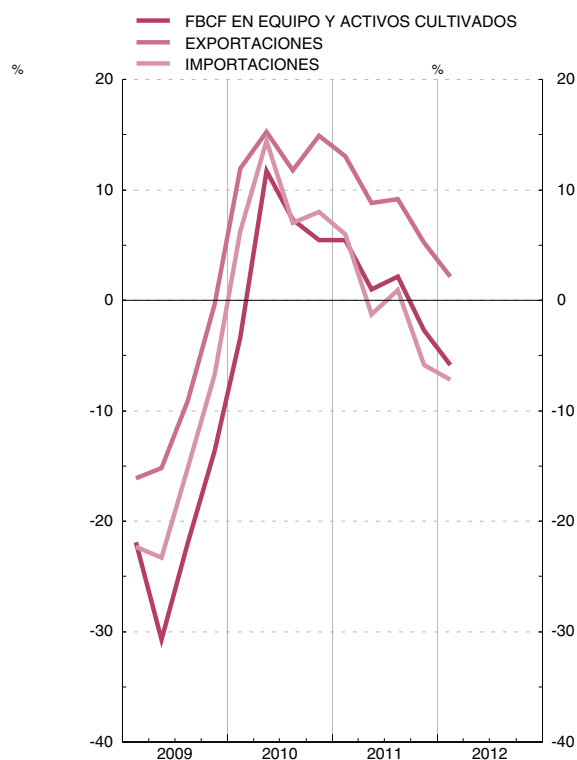
Tasas de variación interanual

	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														
	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	-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	
	///	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	
	///	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
	IV	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
11 /	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	
	///	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
	IV	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
12 /	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	
	///	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
	IV	P	-8,2	-8,8	-10,2	-5,9	2,2	-0,0	2,2	1,7	3,2	-1,0	-7,2	-7,2	-7,2	-8,7	-3,2	-0,4

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.

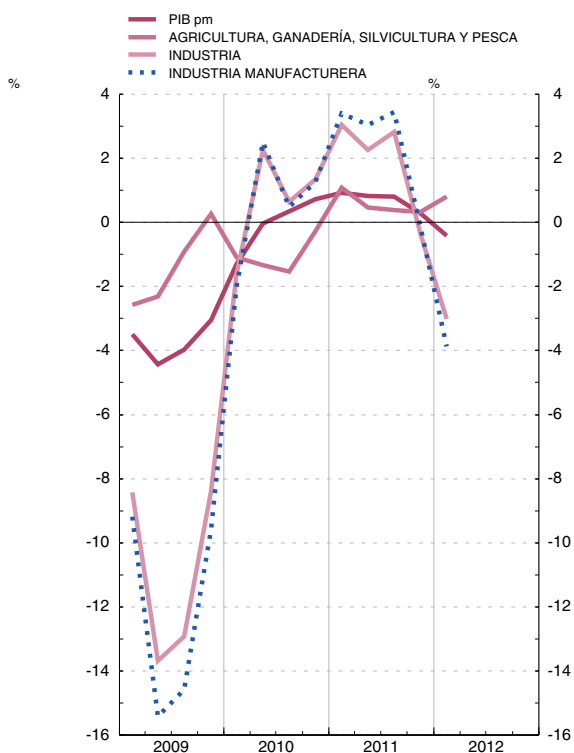
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

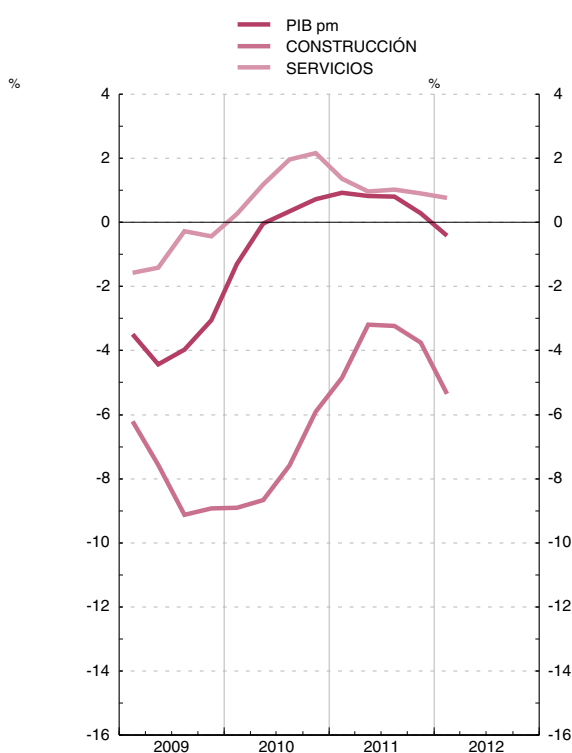
Tasas de variación interanual

		Producto interior bruto a precios de mercado	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Industria		Construcción	Servicios								Impuestos netos sobre los productos	
				Total	Del cual Industria manufacturera		Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración Pública, Sanidad y Educación	Actividades des artísticas, recreativas y otros servicios		
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	-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	
	///	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	
	///	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
	IV	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
		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	
	///	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
	IV	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
		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
12 /	P	-0,4	0,8	-3,0	-3,9	-5,3	0,8	1,2	1,5	3,8	0,1	-0,0	0,0	0,5	1,5	

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).

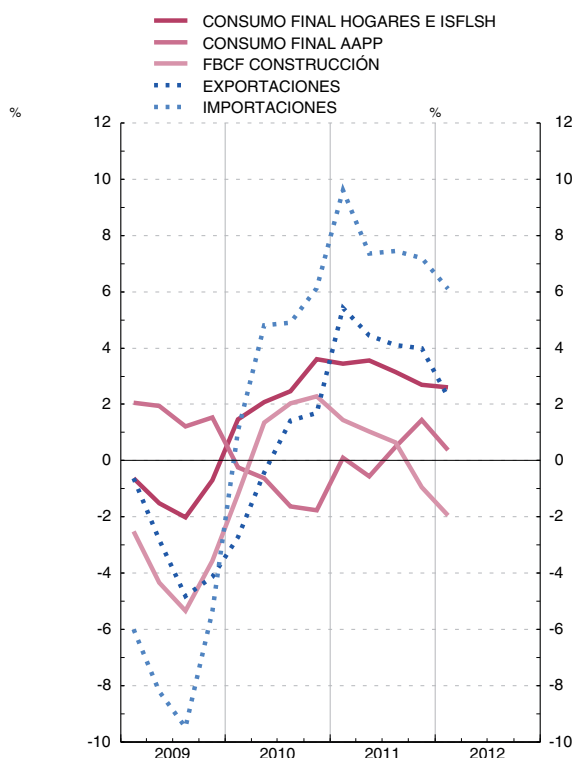
# 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

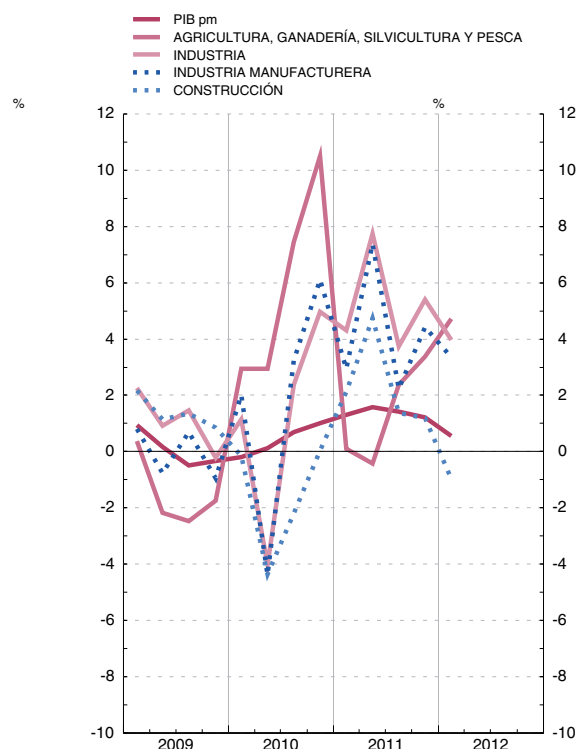
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda								Produc- to in- terior bruto a precios de mer- cado	Ramras de actividad											
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Expor- tación de bienes y ser- vicios	Impor- tación de bienes y ser- vicios	Agricultura, ganade- ría, sil- vicultura y pesca		Industria		Cons- truc- ción	Servicios								
				Total	Activos fijos materiales						Total	Indus- tria manu- factu- rera		Total	Comer- cio, trans- porte y hoste- lería	Infor- mación y comu- nica- ciones	Acti- vidades finan- cias y de seguros	Acti- vidades inmo- biliarias	Acti- vidades profesio- nales	Admi- nistración pública, sa- nidad y edu- cación	Acti- vidades artísticas, recrea- tivas y otros servi- cios	
					Construcción	Bienes de equi- po y activos culti- vados						Indus- tria manu- factu- rera										Indus- tria manu- factu- rera
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	/	-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
10	/	-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
11	/	-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	/	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
11	/	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
12	/	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
13	/	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	/	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
12	/	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
13	/	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
14	/	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
12	/	2,6	0,4	0,1	-1,9	4,2	1,6	2,3	6,1	0,5	4,7	4,0	3,4	-1,0	0,9	2,1	-2,5	1,7	1,9	0,2	-0,3	1,9

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



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

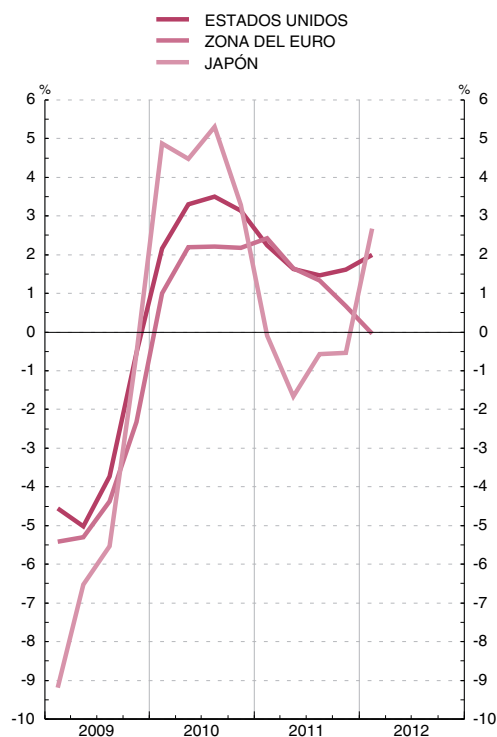
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

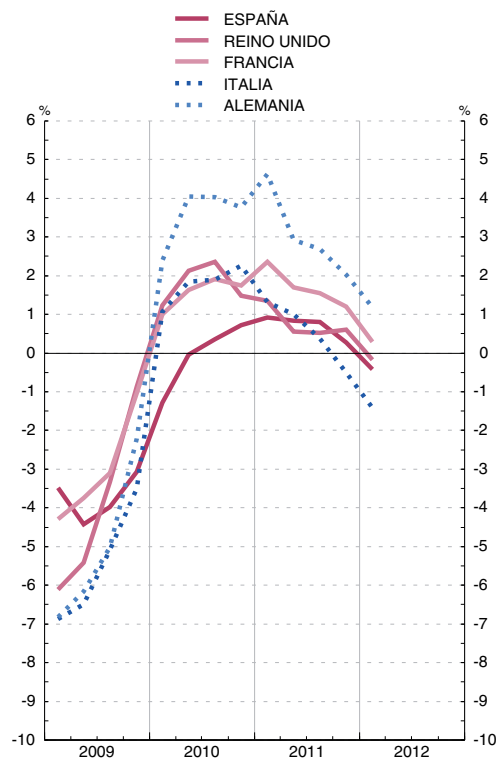
Tasas de variación interanual

	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
<b>09</b>	-3,7	-4,3	-4,4	-5,1	-3,7	-3,5	-3,1	-5,5	-5,5	-4,0
<b>10</b>	3,2	2,0	1,9	3,6	-0,1	3,0	1,6	1,8	4,5	1,8
<b>11</b>	1,8	1,6	1,5	3,1	0,7	1,7	1,7	0,5	-0,7	0,8
<b>09 /</b>	-5,4	-5,4	-5,4	-6,8	-3,5	-4,5	-4,3	-6,9	-9,2	-6,1
<b>II</b>	-5,1	-5,3	-5,3	-6,2	-4,4	-5,0	-3,7	-6,5	-6,5	-5,4
<b>III</b>	-3,8	-4,3	-4,4	-5,0	-4,0	-3,7	-3,1	-5,1	-5,5	-3,3
<b>IV</b>	-0,7	-2,1	-2,3	-2,2	-3,1	-0,5	-1,0	-3,5	-0,6	-0,9
<b>10 /</b>	2,6	1,0	1,0	2,4	-1,3	2,2	1,0	1,1	4,9	1,2
<b>II</b>	3,5	2,2	2,2	4,1	-0,0	3,3	1,6	1,8	4,5	2,1
<b>III</b>	3,4	2,4	2,2	4,0	0,4	3,5	1,9	1,9	5,3	2,4
<b>IV</b>	3,1	2,3	2,2	3,8	0,7	3,1	1,7	2,3	3,3	1,5
<b>11 /</b>	2,5	2,4	2,4	4,6	0,9	2,2	2,4	1,3	-0,1	1,4
<b>II</b>	1,7	1,7	1,7	2,9	0,8	1,6	1,7	1,0	-1,7	0,5
<b>III</b>	1,7	1,4	1,3	2,7	0,8	1,5	1,5	0,4	-0,6	0,5
<b>IV</b>	1,4	0,8	0,7	2,0	0,3	1,6	1,2	-0,5	-0,5	0,6
<b>12 /</b>	1,6	0,1	-0,0	1,2	-0,4	2,0	0,3	-1,4	2,7	-0,2

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.

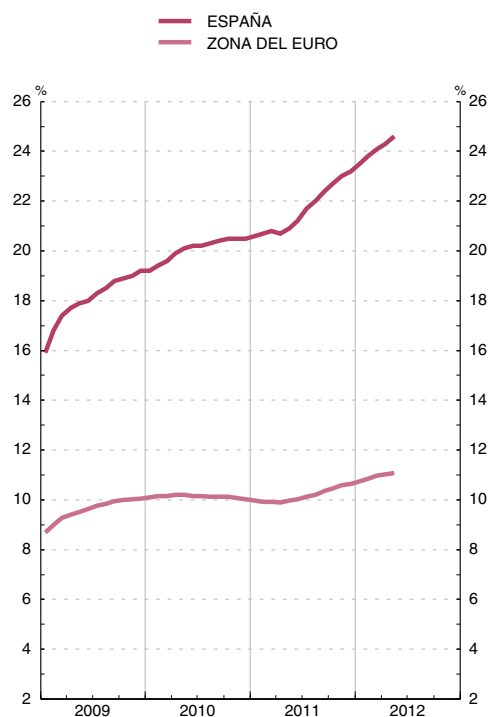
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

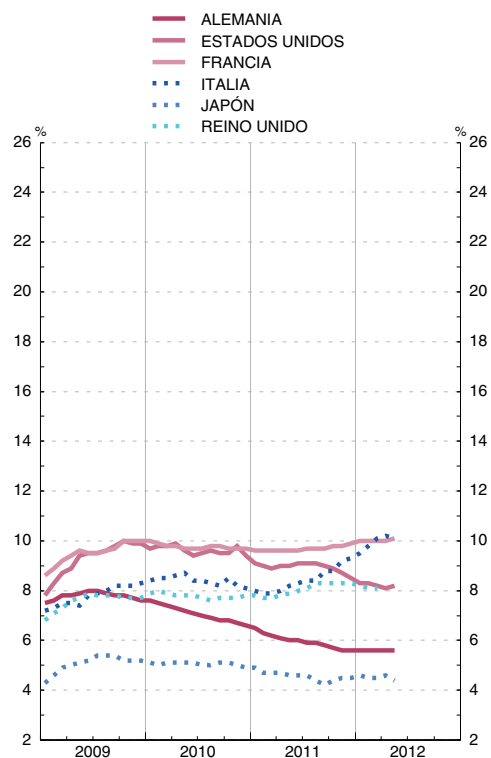
Porcentajes

	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
<b>09</b>	8,2	9,0	9,6	7,8	18,0	9,3	9,5	7,8	5,1	7,6
<b>10</b>	8,4	9,6	10,1	7,1	20,1	9,6	9,8	8,4	5,1	7,8
<b>11</b>	8,0	9,7	10,2	6,0	21,7	8,9	9,7	8,4	4,6	8,0
<b>10 Dic</b>	8,1	9,6	10,0	6,6	20,5	9,4	9,7	8,1	4,9	7,8
<b>11 Ene</b>	8,0	9,5	10,0	6,5	20,6	9,1	9,6	8,0	4,9	7,8
<i>Feb</i>	8,0	9,4	10,0	6,3	20,7	9,0	9,6	7,9	4,7	7,7
<i>Mar</i>	7,9	9,4	9,9	6,2	20,8	8,9	9,6	7,9	4,7	7,7
<i>Abr</i>	7,9	9,5	9,9	6,1	20,7	9,0	9,6	8,0	4,7	7,8
<i>May</i>	7,9	9,5	10,0	6,0	20,9	9,0	9,6	8,2	4,6	7,9
<i>Jun</i>	8,0	9,6	10,0	6,0	21,2	9,1	9,6	8,3	4,6	8,0
<i>Jul</i>	8,0	9,6	10,1	5,9	21,7	9,1	9,7	8,4	4,6	8,1
<i>Ago</i>	8,0	9,7	10,2	5,9	22,0	9,1	9,7	8,4	4,4	8,3
<i>Sep</i>	8,0	9,8	10,3	5,8	22,4	9,0	9,7	8,8	4,2	8,3
<i>Oct</i>	8,0	9,9	10,4	5,7	22,7	8,9	9,8	8,8	4,4	8,3
<i>Nov</i>	7,9	10,0	10,6	5,6	23,0	8,7	9,8	9,2	4,5	8,3
<i>Dic</i>	7,9	10,0	10,6	5,6	23,2	8,5	9,9	9,3	4,5	8,3
<b>12 Ene</b>	7,9	10,1	10,8	5,6	23,5	8,3	10,0	9,5	4,6	8,2
<i>Feb</i>	8,0	10,1	10,8	5,6	23,8	8,3	10,0	9,8	4,5	8,1
<i>Mar</i>	7,9	10,2	10,9	5,6	24,1	8,2	10,0	10,1	4,5	8,1
<i>Abr</i>	7,9	10,2	...	5,6	24,3	8,1	10,0	10,2	4,6	...
<i>May</i>	7,9	10,3	...	5,6	24,6	8,2	10,1	10,1	4,4	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

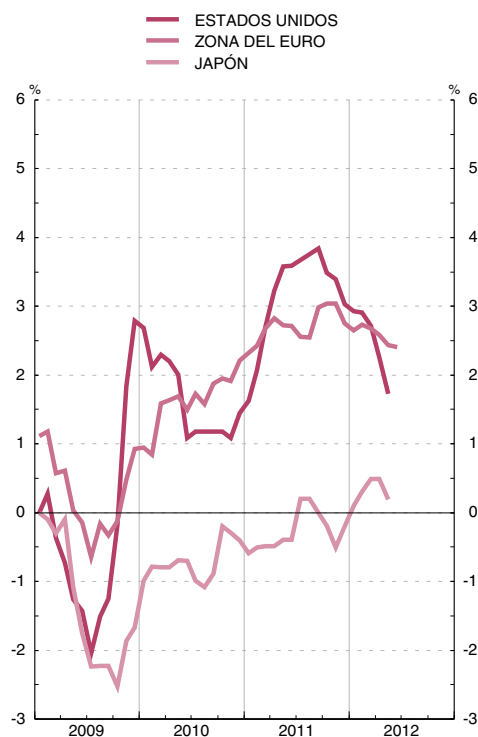
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

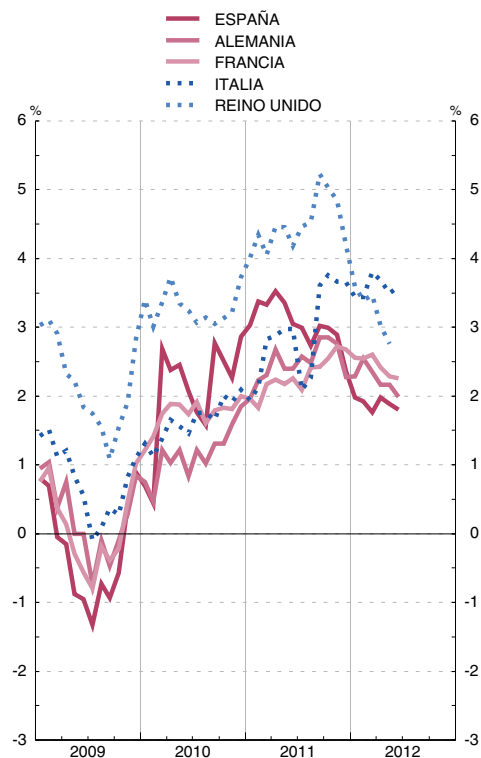
Tasas de variación interanual

	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	0,5	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
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	2,8	2,9	2,7	2,5	1,9	2,9	2,5	3,4	0,3	3,4
Mar	2,6	2,9	2,7	2,3	1,8	2,7	2,6	3,8	0,5	3,5
Abr	2,4	2,7	2,6	2,2	2,0	2,3	2,4	3,7	0,5	3,0
May	2,1	2,6	2,4	2,2	1,9	1,7	2,3	3,5	0,2	2,8
Jun	...	...	2,4	2,0	1,8	...	2,3	3,6	...	...

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	89,2
11 E-J	1,4033	115,03	81,99	103,9	73,9	123,4	101,4	82,1	90,4	98,2	89,8	87,1
12 E-J	1,2966	103,37	79,70	98,9	76,7	131,5	96,7	85,0	94,0	94,2	94,0	89,3
11 Abr	1,4442	120,42	83,39	105,9	72,7	119,6	103,3	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	102,2	81,1	90,1	99,0	89,5	86,8
Jul	1,4264	113,26	79,40	104,0	72,3	125,9	101,0	80,9	91,6	98,1	89,3	87,9
Ago	1,4343	110,43	77,00	103,9	72,1	129,4	100,8	80,7	94,2	97,9	88,5	90,3
Sep	1,3770	105,75	76,79	102,8	74,2	132,9	100,0	82,8	96,3	96,8	91,2	92,3
Oct	1,3706	105,06	76,65	103,0	74,8	133,7	100,3	83,1	97,0	97,0	91,5	92,6
Nov	1,3556	105,02	77,47	102,6	75,4	133,0	99,9	83,7	95,8	96,7	92,3	91,9
Dic	1,3179	102,55	77,81	100,8	76,3	134,1	98,1	84,7	96,6	95,1	93,4	92,7
12 Ene	1,2905	99,33	76,97	98,9	76,6	136,5	96,3	85,5	98,7	93,6	94,0	93,8
Feb	1,3224	103,77	78,46	99,6	75,5	132,1	97,2	84,4	95,3	94,6	92,9	90,5
Mar	1,3201	108,88	82,48	99,8	76,3	125,8	97,3	85,2	90,4	94,8	94,7	85,7
Abr	1,3162	107,00	81,30	99,5	76,1	127,8	97,0	84,9	91,5	94,6	94,4	87,1
May	1,2789	101,97	79,73	98,0	77,3	132,3	95,6	...	...	93,4	...	...
Jun	1,2526	99,26	79,24	97,2	78,3	134,5	...	...	...	...	...	...

### 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.



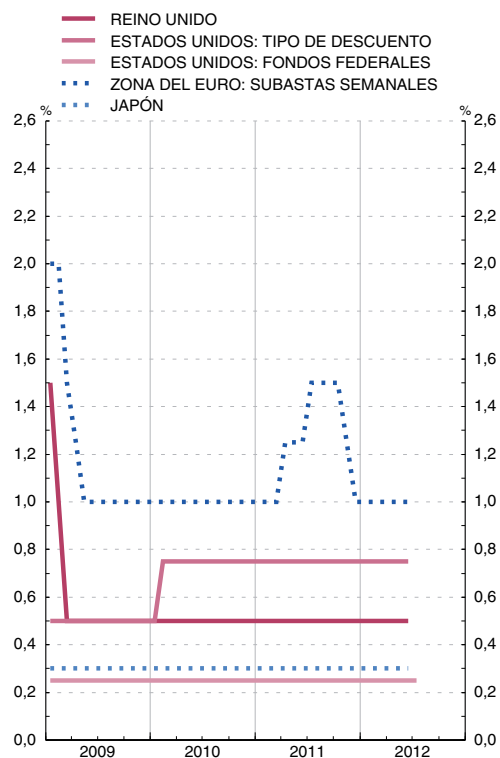
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos Centrales y Tipos de Interés a Corto Plazo en Mercados Nacionales

■ Serie representada gráficamente.

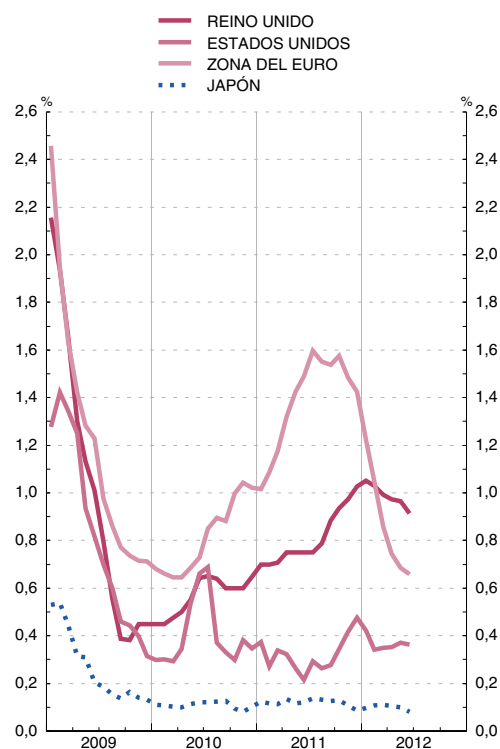
Porcentajes

	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
11 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	0,65	0,91	0,86	-	0,94	0,35	-	-	0,11	0,99
Abr	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,62	0,81	0,74	-	-	0,35	-	-	0,11	0,97
May	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,60	0,76	0,68	-	-	0,37	-	-	0,10	0,96
Jun	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,58	0,72	0,66	-	-	0,36	-	-	0,08	0,91
Jul	-	-	0,25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

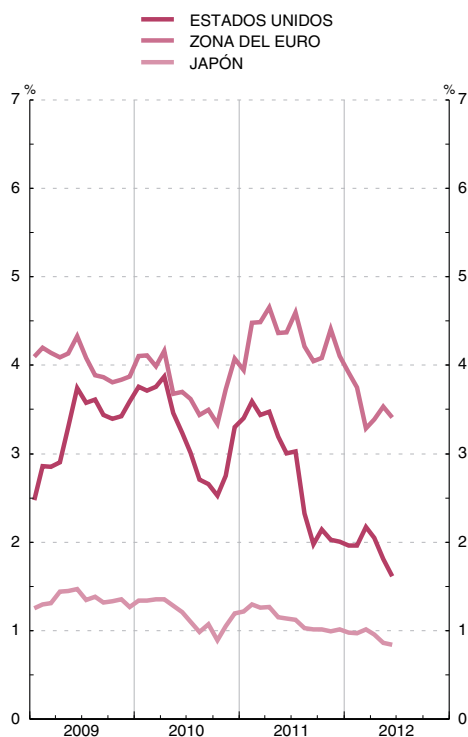
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

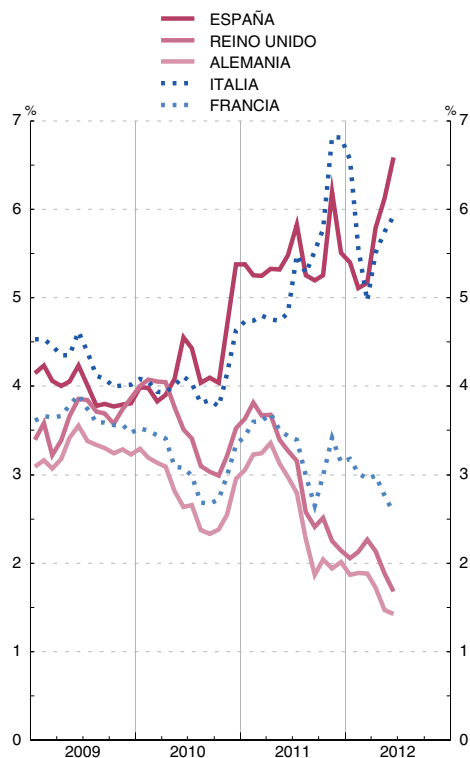
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>09</b>	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63
<b>10</b>	3,05	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56
<b>11</b>	3,03	4,02	4,31	2,66	5,44	2,80	3,32	5,36	1,12	3,04
<b>11 Ene</b>	3,32	4,02	3,94	3,05	5,38	3,41	3,44	4,73	1,22	3,63
<b>Feb</b>	3,46	4,13	4,48	3,23	5,26	3,59	3,60	4,74	1,29	3,81
<b>Mar</b>	3,40	4,15	4,49	3,24	5,25	3,44	3,60	4,80	1,26	3,67
<b>Abr</b>	3,46	4,26	4,66	3,36	5,33	3,47	3,69	4,75	1,27	3,68
<b>May</b>	3,28	4,15	4,37	3,13	5,32	3,19	3,50	4,74	1,15	3,40
<b>Jun</b>	3,18	4,14	4,37	2,98	5,48	3,00	3,44	4,82	1,14	3,27
<b>Jul</b>	3,21	4,22	4,59	2,79	5,82	3,03	3,40	5,49	1,12	3,15
<b>Ago</b>	2,70	3,74	4,21	2,27	5,25	2,32	2,99	5,28	1,03	2,57
<b>Sep</b>	2,49	3,58	4,04	1,87	5,20	1,98	2,65	5,53	1,01	2,41
<b>Oct</b>	2,63	3,77	4,09	2,04	5,25	2,14	2,99	5,77	1,01	2,51
<b>Nov</b>	2,68	4,05	4,41	1,94	6,19	2,02	3,42	6,82	0,99	2,25
<b>Dic</b>	2,64	4,00	4,11	2,01	5,50	2,00	3,14	6,81	1,01	2,14
<b>12 Ene</b>	2,62	4,00	3,92	1,87	5,40	1,96	3,18	6,56	0,98	2,05
<b>Feb</b>	2,56	3,83	3,75	1,89	5,11	1,96	3,02	5,56	0,97	2,13
<b>Mar</b>	2,55	3,56	3,29	1,88	5,17	2,17	2,96	4,96	1,01	2,26
<b>Abr</b>	2,52	3,65	3,39	1,72	5,79	2,05	2,99	5,51	0,95	2,14
<b>May</b>	2,38	3,63	3,53	1,47	6,13	1,81	2,76	5,75	0,86	1,88
<b>Jun</b>	2,28	3,61	3,41	1,43	6,59	1,61	2,57	5,92	0,84	1,68

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.

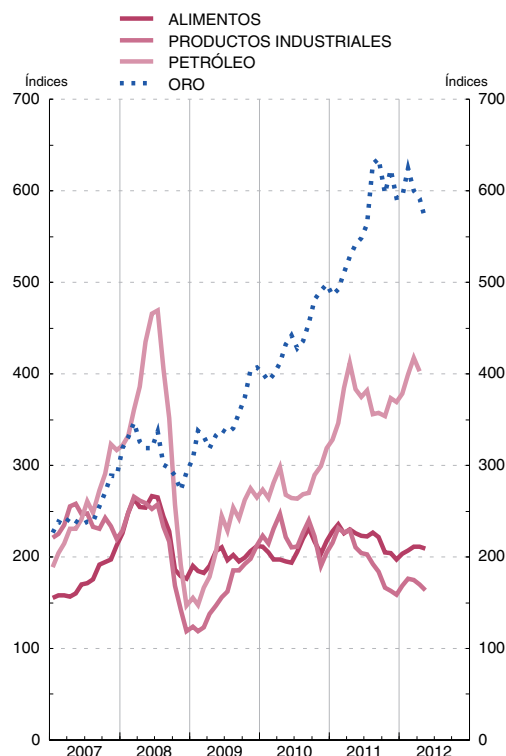
Base 2000 = 100

	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	201,4	225,7	228,9	222,5	284,6	195,8	371,1	111,5	512,0	1 428,3	32,91
12 E-M	180,4	189,9	208,3	170,6	188,2	163,0	...	117,9	595,3	1 660,8	40,91
11 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	373,3	111,1	623,4	1 739,0	41,24
Dic	168,6	178,4	197,0	158,9	174,5	152,3	369,2	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	417,2	126,8	600,0	1 673,8	40,75
Abr	180,0	191,0	210,9	170,2	191,5	161,1	402,9	120,5	591,3	1 649,6	40,30
May	180,8	186,9	209,4	163,6	180,9	156,2	...	111,0	568,8	1 586,8	39,83

### 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.

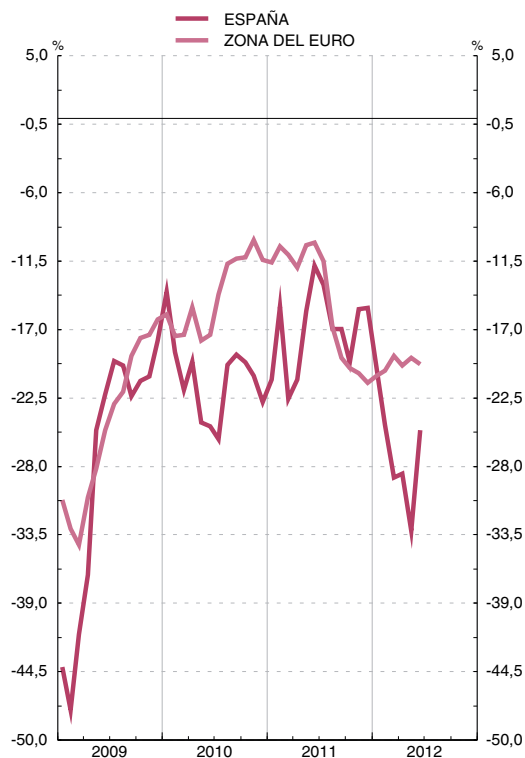
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

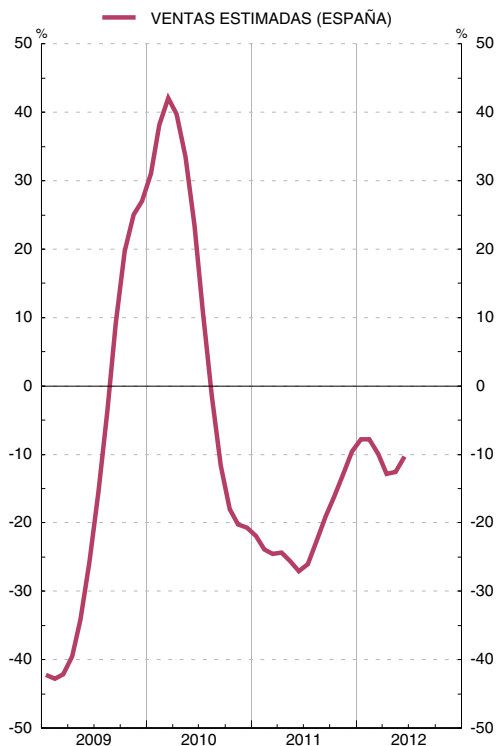
Tasas de variación interanual

	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		Matriculaciones	De las que Uso privado	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro Matriculaciones	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista (a)						Total	Del cual	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unificadas	Pro memoria: zona del euro (a)
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	-0,7	-5,7	-5,6	-2,8	-7,2	-0,7	-7,2	-7,0	-0,3
11 E-J	P	-17,9	-14,8	-7,8	-20,4	-10,9	-1,7	-27,3	...	-26,8	-2,2	-5,4	-5,3	-2,8	-7,2	0,4	-6,7	-7,2	0,1
12 E-J	P	-26,8	-24,2	-13,2	-21,9	-19,9	-14,3	-8,0	...	-8,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...
11 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	0,0
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	0,3
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	-1,2	-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	-13,2	-4,6	-4,2	-1,2	-8,2	-1,3	-4,2	-4,1	-0,8
Feb	P	-24,7	-19,9	-7,5	-22,2	-20,3	-14,0	-2,7	...	-2,1	-14,8	-3,7	-3,3	-0,1	-4,6	1,3	-5,0	-5,3	-1,2
Mar	P	-28,9	-23,8	-13,3	-22,2	-19,1	-12,0	-4,4	...	-4,5	-7,2	-3,9	-2,8	0,7	-3,6	2,8	-6,6	-5,1	0,3
Abr	P	-28,6	-24,9	-15,6	-21,2	-19,9	-11,1	-21,5	...	-21,7	-7,7	-11,5	-11,3	-6,8	-16,9	-8,7	-12,5	-10,5	-2,3
May	P	-33,2	-34,1	-18,7	-23,8	-19,3	-18,1	-7,3	...	-8,2	-6,6	-4,3	-3,7	-1,2	-5,9	0,6	-4,6	-5,6	...
Jun	P	-25,1	-24,8	-14,7	-17,6	-19,8	-14,9	-11,7	...	-12,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.  
a. Índice corregido de efecto calendario.

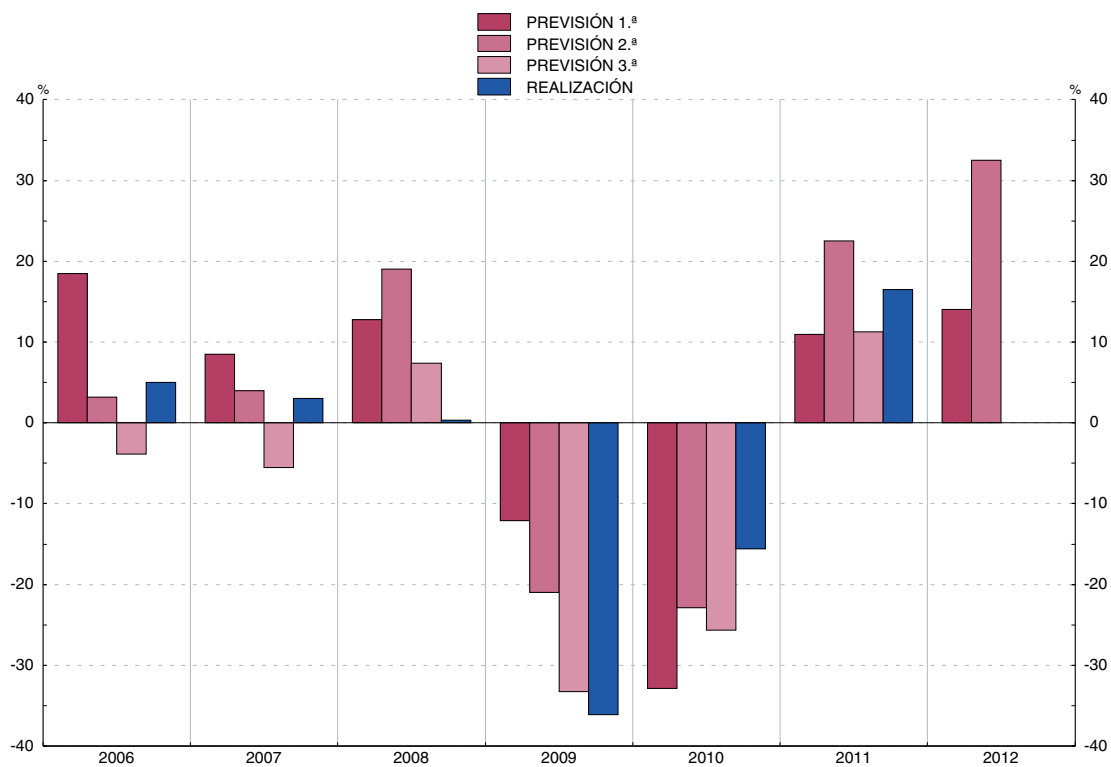
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>	
	1	2	3	4	
06		5	19	3	-4
07		3	9	4	-6
08		0	13	19	7
09		-36	-12	-21	-33
10		-16	-33	-23	-26
11		17	11	23	11
12		...	14	33	...

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

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

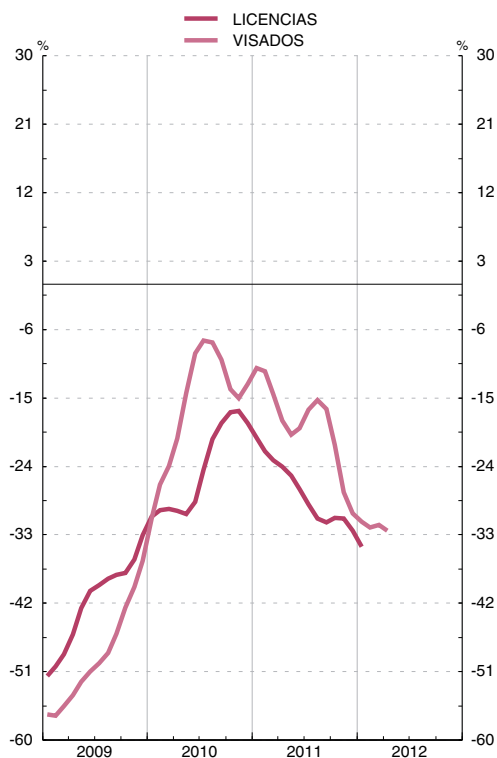
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

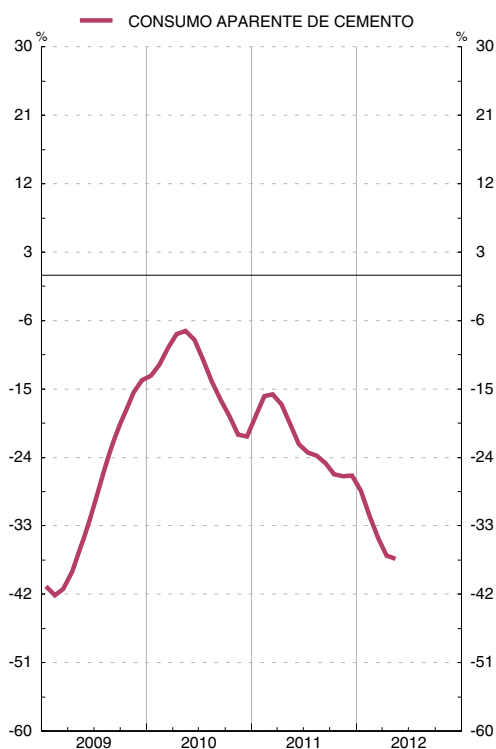
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento	
		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	Residencial	De la cual				No residencial
												Vivienda	No residencial			
		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	-16,4	-17,5	-16,6	-13,9	-18,6	-13,2	-46,2	-46,2	-56,6	-47,8	-51,0	-58,6	-40,1	-17,0	
11 E-M	P	5,4	5,5	4,1	5,2	-14,9	-11,9	-37,0	-37,0	-56,9	-52,4	-42,8	-58,0	-21,7	-6,4	
12 E-M	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-34,6	
11 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	-14,8	
May	P	2,6	17,2	16,9	-21,0	-21,9	-20,1	1,4	-37,0	-56,3	-64,9	19,5	-54,4	35,5	-13,6	
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	-23,0	
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	-42,0	-47,6	-48,6	-59,5	-47,4	-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	-20,2	-26,4	-21,5	-3,4	-41,4	-35,8	-39,9	-43,7	-66,2	-79,8	-85,1	-62,3	-30,3	-29,3	
Dic	P	-51,7	-44,4	-41,9	-68,2	-32,6	-30,4	-72,0	-46,2	-71,6	-67,4	-77,9	-72,1	-72,1	-21,9	
12 Ene	P	-50,3	-51,8	-50,2	-45,1	-24,5	-29,8	-67,8	-67,8	-66,3	-83,4	-87,7	-63,2	-68,7	-23,3	
Feb	P	...	...	...	...	-38,5	-34,7	-17,7	-42,4	-39,4	-83,1	-64,2	-35,0	-6,6	-32,0	
Mar	P	...	...	...	...	-27,9	-26,7	-68,0	-50,6	-68,1	-72,9	11,2	-65,9	-67,9	-36,5	
Abr	P	...	...	...	...	-34,3	-32,2	-56,7	-51,9	-59,3	-87,8	-90,0	-46,2	-55,3	-41,1	
May	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-37,2	

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.

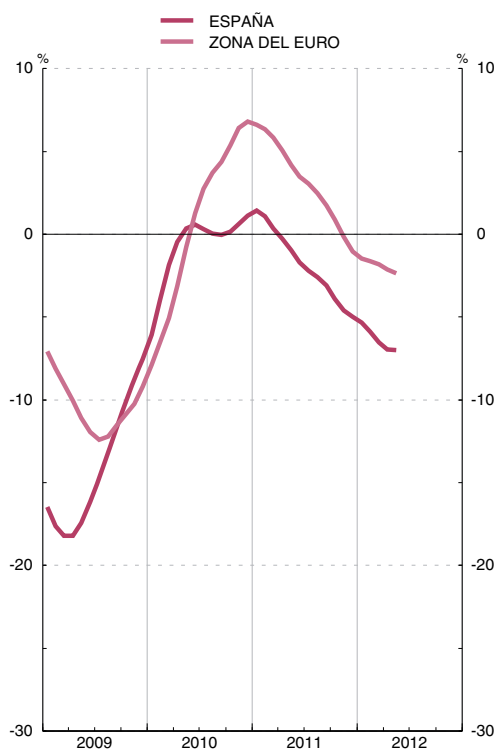
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

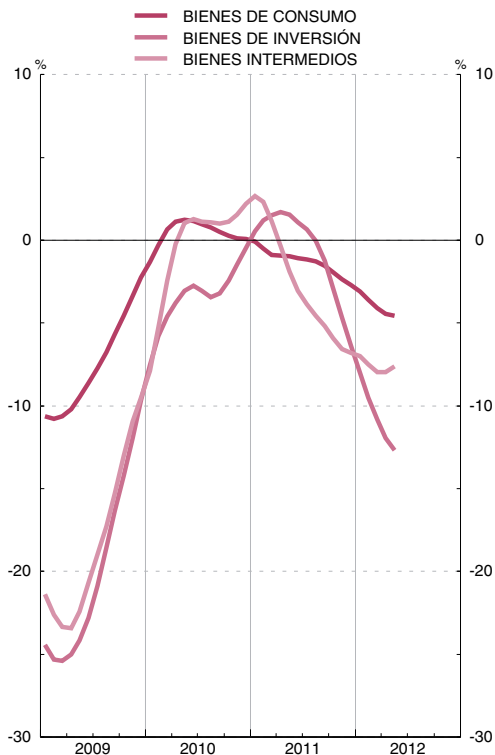
Tasas de variación interanual

		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	Manufacturables	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	4,2	
11 E-M	MP	84,5	1,3	-0,7	3,6	2,4	-0,3	-11,2	1,8	-1,2	5,8	7,3	1,6	12,1	7,4	
12 E-M	MP	79,3	-6,1	-3,9	-11,7	-7,4	0,1	-6,9	-6,9	0,4	-2,0	-2,0	-3,3	0,7	-3,4	
11 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	10,3	
Mar	P	92,4	1,3	-3,2	3,1	5,6	-1,8	-9,0	1,7	-0,6	5,8	6,8	0,5	11,8	7,6	
Abr	P	78,9	-4,0	-6,1	-1,4	-4,1	-3,2	-15,9	-3,7	-5,5	5,3	6,7	3,4	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	4,4	
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	-0,7	11,6	4,2	
Ago	P	64,1	0,3	3,0	7,3	-3,4	-3,1	-23,3	1,5	-4,1	5,8	6,8	2,6	12,7	5,4	
Sep	P	84,9	-1,4	0,7	1,1	-4,3	-2,9	-17,8	-1,2	-1,6	2,2	2,7	0,0	5,8	2,0	
Oct	P	81,1	-4,5	-2,4	-1,9	-6,3	-7,6	-20,7	-4,0	-6,0	0,9	1,8	0,1	4,9	-	
Nov	P	84,0	-7,0	-4,0	-7,8	-9,9	-5,2	-16,2	-6,9	-6,3	0,0	0,8	-1,8	4,7	-0,6	
Dic	P	74,2	-6,5	-4,0	-8,1	-8,1	-6,4	-8,5	-6,4	-7,2	-1,7	0,3	-0,7	2,1	-0,1	
12 Ene	P	78,4	-2,6	0,9	-6,0	-3,5	-3,6	-	-2,3	-5,1	-1,7	-0,7	-2,1	1,7	-1,7	
Feb	P	80,8	-3,2	-2,3	-9,0	-5,2	7,9	-2,6	-4,7	8,9	-1,6	-2,4	-4,8	1,4	-4,5	
Mar	P	82,7	-10,5	-8,2	-14,3	-13,1	-3,1	-12,6	-11,0	-5,6	-1,5	-0,8	-2,6	2,9	-2,7	
Abr	P	72,4	-8,2	-7,5	-15,3	-8,1	-0,2	-6,0	-9,7	3,6	-2,4	-3,1	-4,3	-0,7	-4,4	
May	P	82,4	-5,4	-2,3	-12,7	-6,1	0,6	-11,4	-6,1	1,9	-2,7	-2,8	-2,5	-1,8	-3,9	

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

a. España: base 2005 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

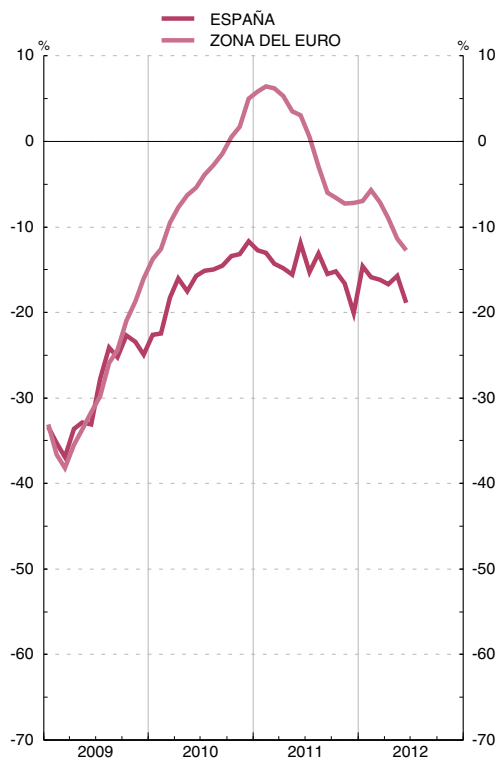
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

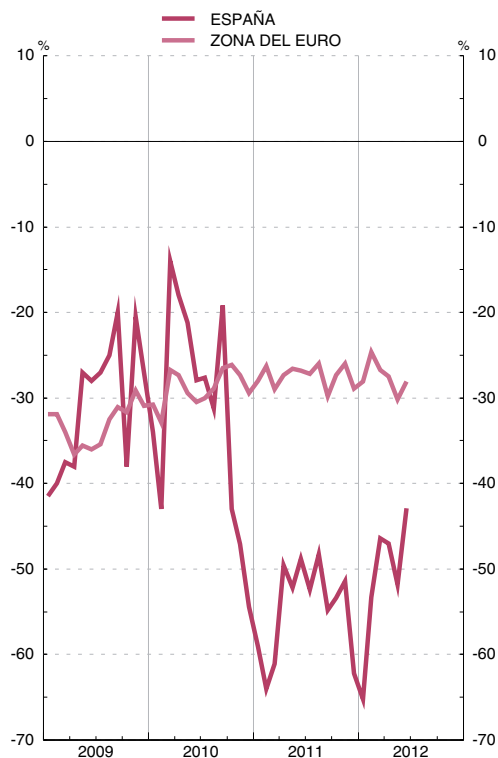
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)		
		Indicador del clima industrial	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
		(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	Consumo	Equipo	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
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-J	M	-14	-8	-2	-29	-22	10	-10	-10	-14	-56	-56	-25	-53	-38	-31	5	-2	-27
12 E-J	M	-16	-20	-5	-36	-24	8	-9	-15	-21	-14	-51	-20	-42	-45	-62	-9	-19	-28
11 Mar		-14	-7	-2	-30	-24	11	-12	-12	-13	-53	-61	-48	-58	-43	-21	6	-1	-29
Abr		-15	-6	-4	-29	-21	12	-9	-14	-12	-68	-50	-10	-47	-43	-27	5	-1	-27
May		-16	-7	-6	-30	-22	12	-11	-13	-16	-64	-52	-6	-47	-24	-31	4	-3	-27
Jun		-12	-6	-2	-28	-17	6	-11	-4	-13	-33	-49	-6	-41	-27	-31	3	-2	-27
Jul		-15	-6	-4	-28	-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	-5	-36	-29	9	-9	-18	-23	-29	-51	-37	-33	-71	-74	-7	-14	-26
Dic		-20	-30	-6	-38	-30	16	-10	-26	-26	-35	-62	-19	-43	-65	-62	-7	-16	-29
12 Ene		-15	-26	-3	-37	-26	4	-10	-15	-18	-10	-65	-14	-50	-67	-66	-7	-16	-28
Feb		-16	-26	-3	-35	-26	10	-12	-14	-18	-6	-53	-40	-46	-49	-51	-6	-14	-25
Mar		-16	-19	-7	-34	-19	8	-10	-15	-21	-8	-46	-29	-31	-34	-61	-7	-17	-27
Abr		-17	-17	-5	-35	-23	10	-7	-16	-24	-10	-47	7	-33	-31	-67	-9	-19	-28
May		-16	-18	-3	-37	-25	7	-8	-16	-20	-16	-52	-26	-52	-42	-65	-11	-24	-30
Jun		-19	-16	-9	-39	-28	9	-7	-17	-26	-34	-43	-14	-43	-45	-63	-13	-26	-28

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.



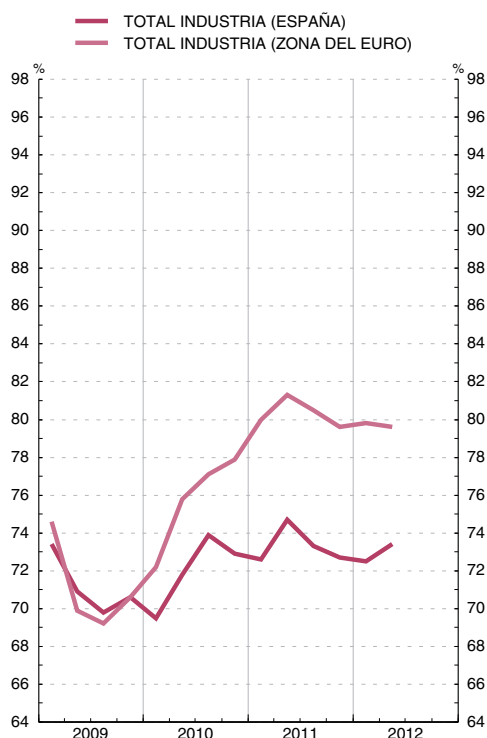
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

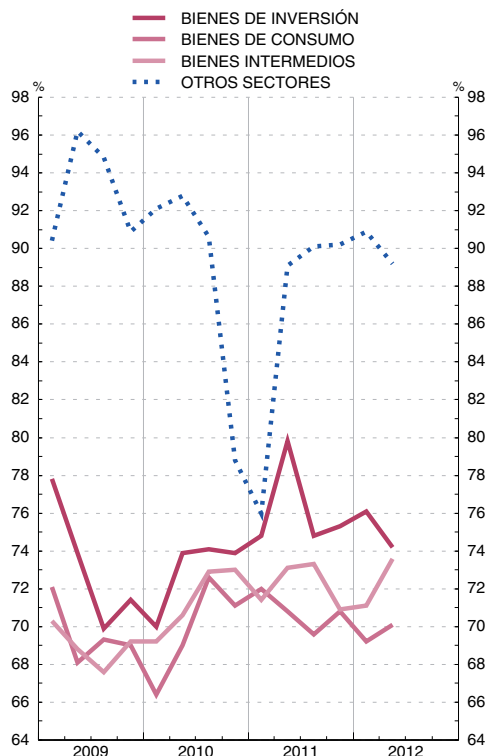
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad produc- tiva (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-II	73,7	74,6	17	71,4	72,7	16	77,3	77,3	12	72,3	73,5	21	82,6	85,2	2	80,7
12 I-II	73,0	74,0	22	69,7	70,9	18	75,2	75,6	16	72,4	73,5	30	90,1	91,9	5	79,7
09 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
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
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
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
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
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
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	79,8
II	73,4	74,6	21	70,1	71,4	15	74,2	75,3	16	73,6	74,6	30	89,2	92,9	5	79,6

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.

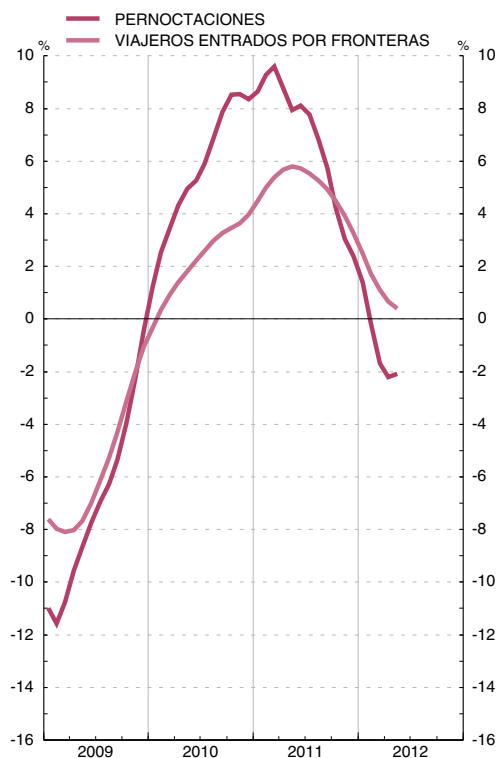
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

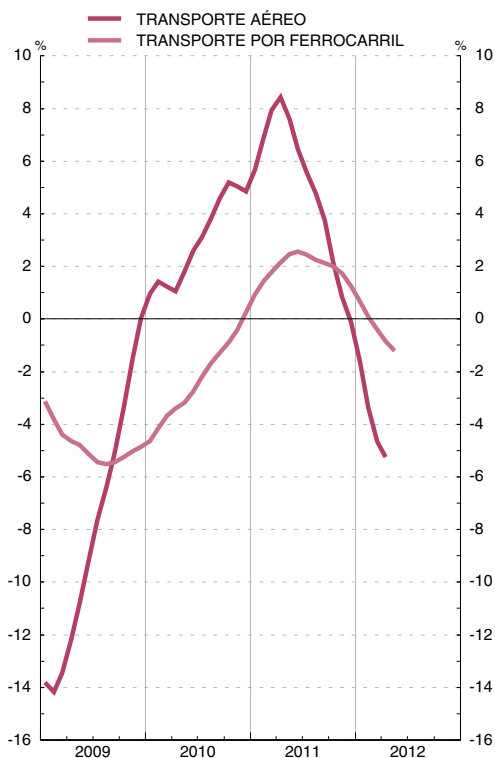
Tasas de variación interanual

		Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
		Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
		1	2	3	4	5	6	7	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	6,9	6,3	6,1	-0,4	10,5	2,2	-5,4	5,8	2,7	7,9
11 E-M	P	3,0	9,3	5,7	12,7	5,8	5,2	6,5	8,8	1,6	14,2	2,2	-10,0	5,7	2,6	7,7
12 E-M	P	-1,1	0,8	-1,4	0,2	-1,4	2,4	-5,9	...	...	...	...	...	...	-0,4	...
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
Mar	P	1,0	10,9	5,2	13,9	-0,6	-0,9	-0,2	4,8	0,5	8,3	4,0	-19,8	2,5	4,4	17,3
Abr	P	8,4	13,1	11,8	20,5	13,6	17,9	8,3	20,7	4,3	33,5	-8,8	-1,4	5,5	-1,4	2,7
May	P	-0,8	6,6	1,7	9,3	4,7	1,8	9,6	6,4	0,9	9,7	2,9	-1,2	6,9	3,6	11,4
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
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
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
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
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
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
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
Feb	P	-1,2	2,0	-0,7	1,3	-2,5	0,8	-5,9	-5,7	-12,2	-0,6	-2,8	13,7	10,3	2,5	0,1
Mar	P	-0,6	0,4	-3,5	-3,8	-1,7	2,5	-6,4	-7,0	-15,0	-1,1	-6,6	20,0	9,5	-1,6	-10,5
Abr	P	-4,0	-2,8	-4,8	-4,6	-5,1	-1,7	-9,4	-7,2	-14,1	-3,0	-3,5	0,8	5,8	-2,1	1,7
May	P	-0,4	2,1	0,4	3,5	1,5	5,8	-5,1	...	...	...	...	...	...	-2,6	...

**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.

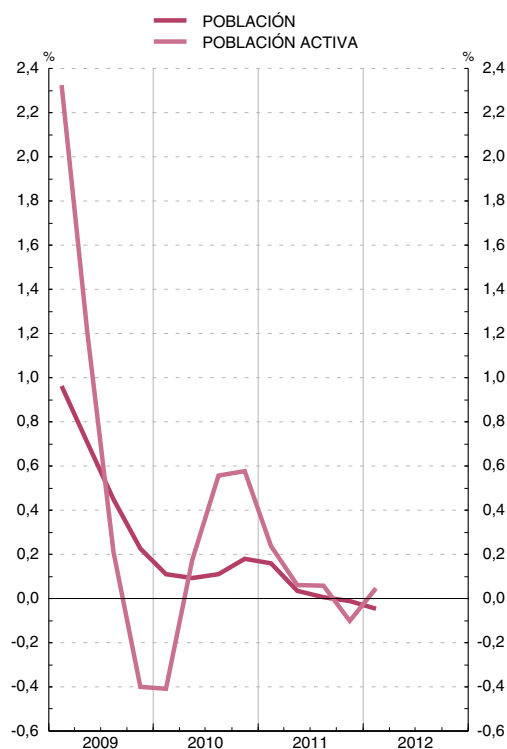
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

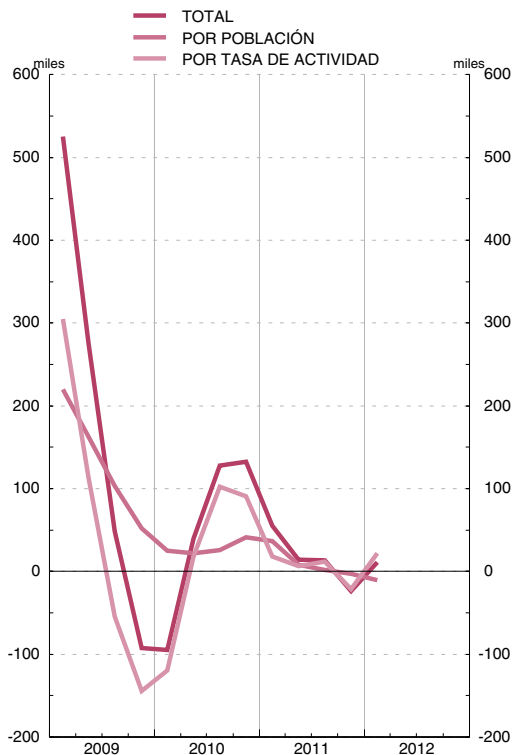
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

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
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
11	M	38 497	18	0,0	60,01	23 104	15	11	4	0,1
11 I-I	M	38 512	61	0,2	59,88	23 062	55	37	18	0,2
12 I-I	M	38 494	-18	-0,0	59,94	23 073	11	-11	22	0,0
09 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
12 I		38 494	-18	-0,0	59,94	23 073	11	-11	22	0,0

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



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

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) \* variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) \* col. 1 (t-4).

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

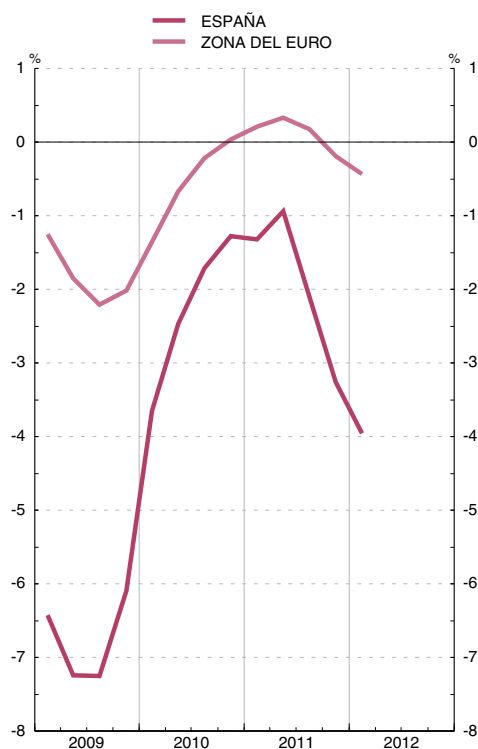
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

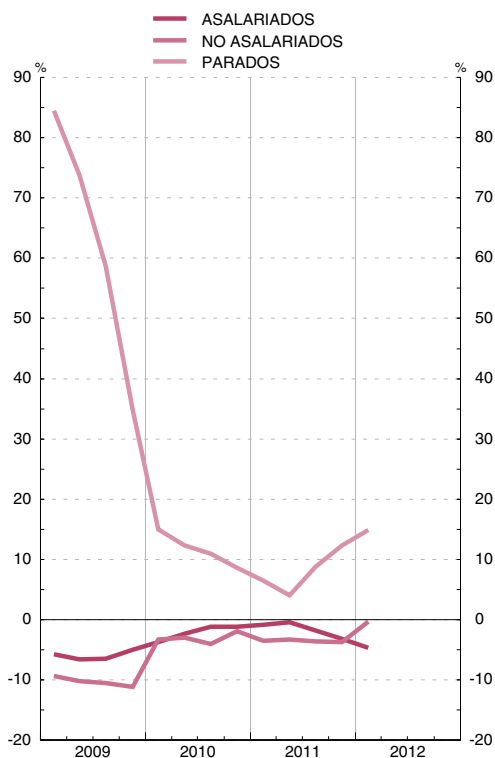
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados					Pro memoria: zona del euro	
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas  (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4			Tasa de paro (%)  (a)	Ocupados  1 T 4
		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	
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	9,60	
10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,6	10,14	
11	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	10,18	
11 I-/	M	18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,2	9,94	
12 I-/	M	17 433	-719	-4,0	14 411	-710	-4,7	3 022	-9	-0,3	5 640	729	14,9	24,44	-0,4	10,85	
09 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	9,85	
10 III/		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	-1,4	10,14	
10 II/		18 477	-468	-2,5	15 363	-373	-2,4	3 113	-95	-3,0	4 646	508	12,3	20,09	-0,7	10,19	
10 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	10,14	
10 IV/		18 408	-238	-1,3	15 314	-178	-1,2	3 094	-59	-1,9	4 697	370	8,6	20,33	0,0	10,08	
11 I/		18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,2	9,94	
11 II/		18 303	-174	-0,9	15 292	-71	-0,5	3 011	-103	-3,3	4 834	188	4,1	20,89	0,3	9,97	
11 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	10,23	
11 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	10,57	
12 I/		17 433	-719	-4,0	14 411	-710	-4,7	3 022	-9	-0,3	5 640	729	14,9	24,44	-0,4	10,85	

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



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

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

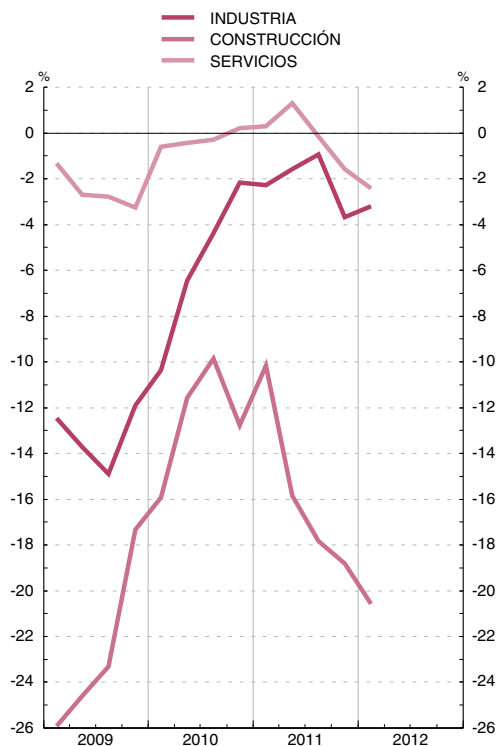
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

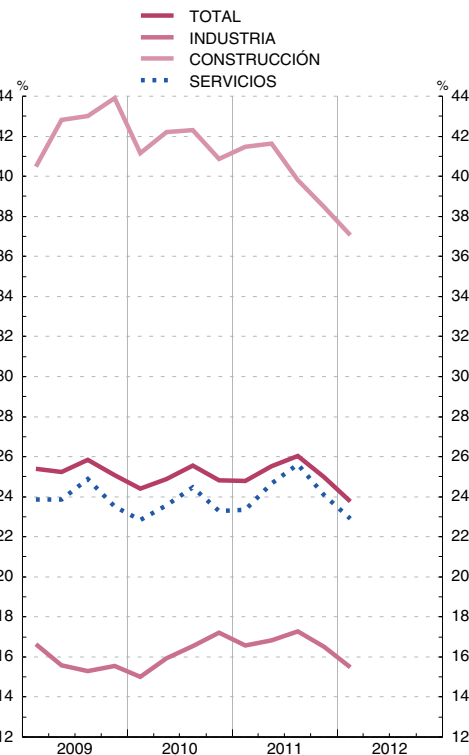
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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
11	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	-1,8
11 I-I	M	-1,3	-0,9	24,8	-6,2	-4,6	59,1	-2,3	-1,1	16,6	-10,2	-9,0	41,5	0,3	0,2	23,4	-1,1
12 I-I	M	-4,0	-4,7	23,8	-0,9	-3,2	60,4	-3,2	-4,6	15,5	-20,6	-26,0	37,0	-2,4	-2,6	22,9	-4,1
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
10 III		-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
12 I		-4,0	-4,7	23,8	-0,9	-3,2	60,4	-3,2	-4,6	15,5	-20,6	-26,0	37,0	-2,4	-2,6	22,9	-4,1

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

a. Series recalculadas a partir de la matriz de paso a CNAE 2009 publicada por el INE. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005 se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

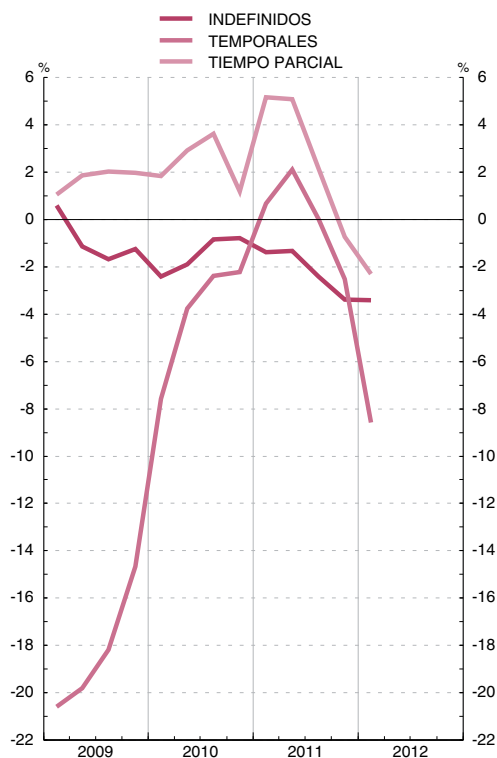
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

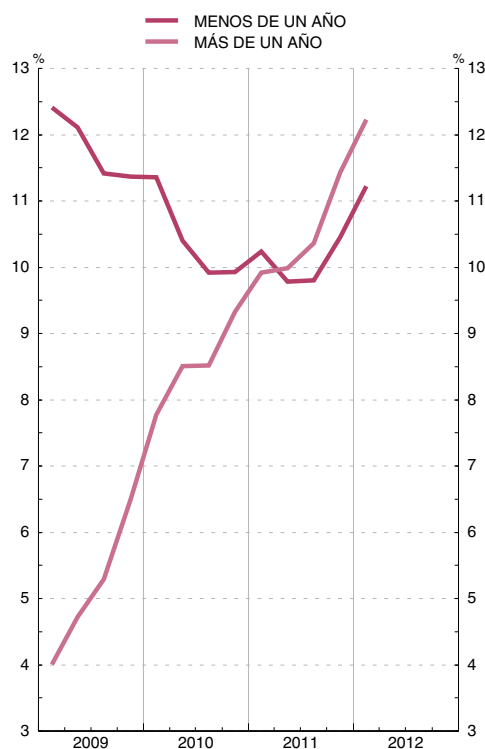
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados			
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año	
		Variación interanual (Miles de personas)	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
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
11	M	-244	-2,1	3	0,1	25,33	-304	-2,3	63	2,9	14,59	10,07	-3,1	10,42	22,2
11 I-/	M	-158	-1,4	26	0,7	24,77	-243	-1,8	110	5,2	14,84	10,24	-9,6	9,92	27,9
12 I-/	M	-388	-3,4	-321	-8,6	23,76	-658	-5,1	-52	-2,3	15,21	11,22	9,6	12,23	23,4
09 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	22,4
12 I		-388	-3,4	-321	-8,6	23,76	-658	-5,1	-52	-2,3	15,21	11,22	9,6	12,23	23,4

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

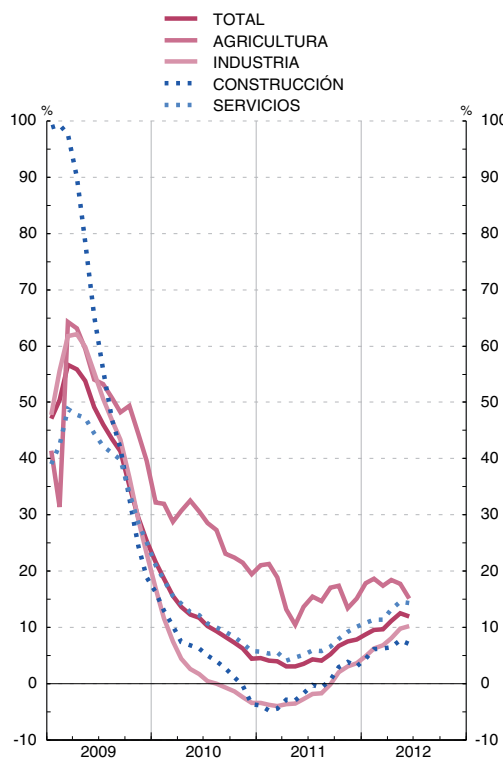
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

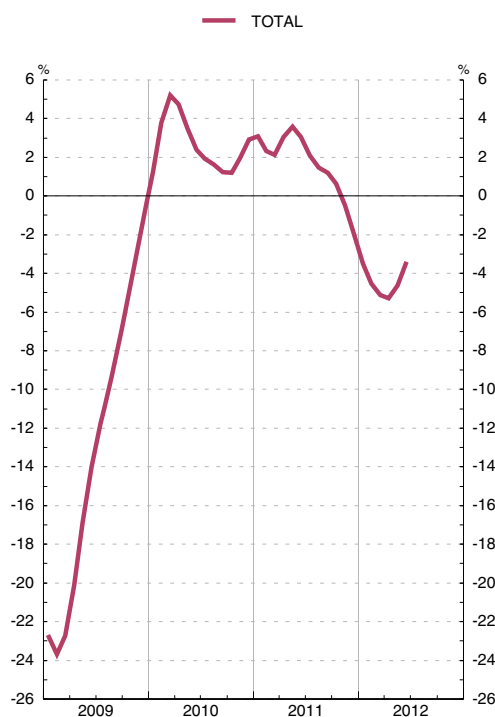
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas )	1 T 12	1 T 12	Total	Agri-cultura	No agrícola				Miles de per-sonas	1 T 12	Indefi-nidos	Jornada parcial	De duración deter-minada	Miles de per-sonas	1 T 12
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-J	M	4 241	151	3,7	18,1	2,5	16,4	2,1	-3,5	-3,4	5,1	1 158	1,8	8,74	29,50	91,26	1 160	3,2
12 E-J	M	4 689	449	10,6	6,9	11,0	17,5	10,7	7,7	6,4	12,6	1 086	-6,3	8,12	32,28	91,88	1 098	-5,4
11 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
Abr		4 744	475	11,1	8,0	11,4	18,4	11,2	8,1	6,5	13,2	1 003	-6,0	8,98	33,46	91,02	1 023	-5,6
May		4 714	524	12,5	10,0	12,8	17,7	12,6	9,8	7,8	14,6	1 204	-6,6	7,97	32,79	92,03	1 221	-6,5
Jun		4 615	493	12,0	7,3	12,4	15,1	12,3	10,2	7,1	14,3	1 284	-2,2	7,13	34,78	92,87	1 282	-1,7

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.

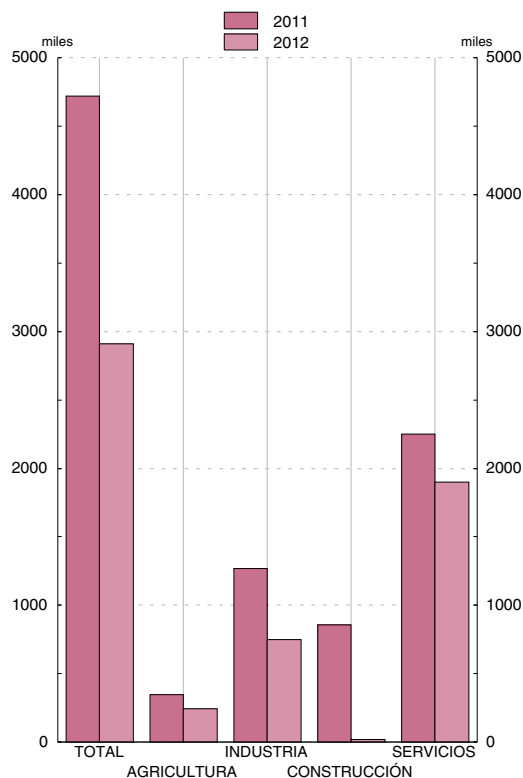
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

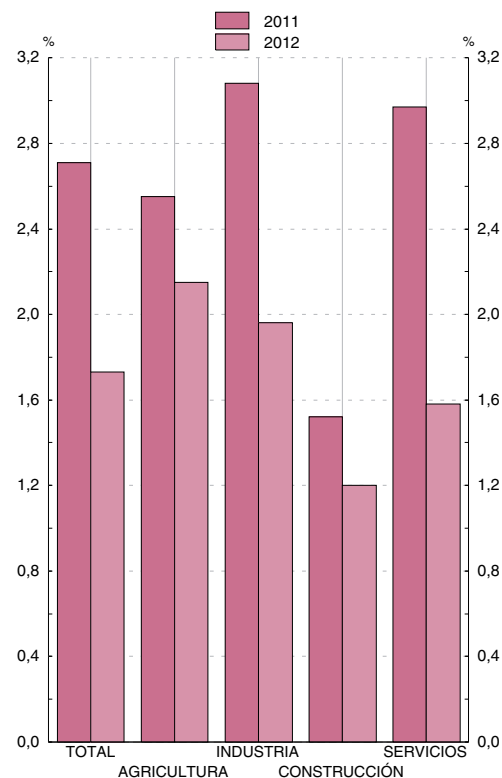
Miles de personas y porcentajes

	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 revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7 (c)	8 (c)	9 (c)	10 (c)	11	12	13	14 (c)	15 (c)	16 (c)	17 (c)
<b>09</b>	11 558	2,24	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
<b>10</b>	10 794	2,16	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
<b>11</b>	7 733	2,62	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
<b>11 Ene</b>	7 214	2,61	1 372	0	1 373	219	210	438	12	712	2,98	0,50	2,98	2,90	2,95	1,62	3,04
<b>Feb</b>	7 231	2,61	2 230	0	2 230	837	263	712	32	1 223	3,12	0,50	3,12	2,81	3,16	3,45	3,15
<b>Mar</b>	7 362	2,63	2 754	26	2 780	901	263	1 064	155	1 298	3,08	1,66	3,06	2,81	3,27	1,81	3,10
<b>Abr</b>	7 483	2,65	2 984	41	3 025	244	263	1 149	228	1 384	3,03	1,63	3,01	2,81	3,17	1,72	3,14
<b>May</b>	7 490	2,65	3 935	71	4 007	923	263	1 193	644	1 906	2,82	1,95	2,80	2,81	3,11	1,58	3,02
<b>Jun</b>	7 523	2,64	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
<b>Jul</b>	7 642	2,62	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
<b>Ago</b>	7 643	2,62	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
<b>Sep</b>	7 684	2,62	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
<b>Oct</b>	7 728	2,62	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
<b>Nov</b>	7 729	2,62	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
<b>Dic</b>	7 733	2,62	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
<b>12 Ene</b>	2 768	1,75	1 225	15	1 240	-133	162	587	2	490	2,45	1,71	2,44	2,45	2,54	2,50	2,32
<b>Feb</b>	2 797	1,76	1 641	29	1 671	-559	164	648	2	856	2,33	1,13	2,31	2,47	2,49	2,50	2,14
<b>Mar</b>	2 798	1,76	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
<b>Abr</b>	2 904	1,72	2 182	48	2 231	-794	164	699	2	1 365	2,16	1,15	2,14	2,47	2,44	2,59	1,94
<b>May</b>	2 906	1,72	2 356	349	2 705	-1 301	242	724	2	1 737	1,92	0,83	1,78	2,15	1,99	2,54	1,63
<b>Jun</b>	2 906	1,72	2 525	386	2 911	-1 808	243	747	21	1 900	1,86	0,85	1,73	2,15	1,96	1,20	1,58

**TRABAJADORES AFECTADOS**  
Enero-junio



**INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO**  
Enero-junio



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.



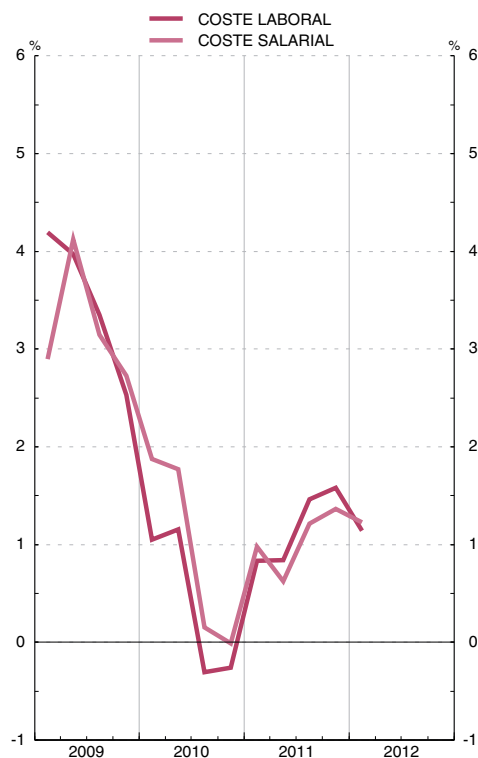
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

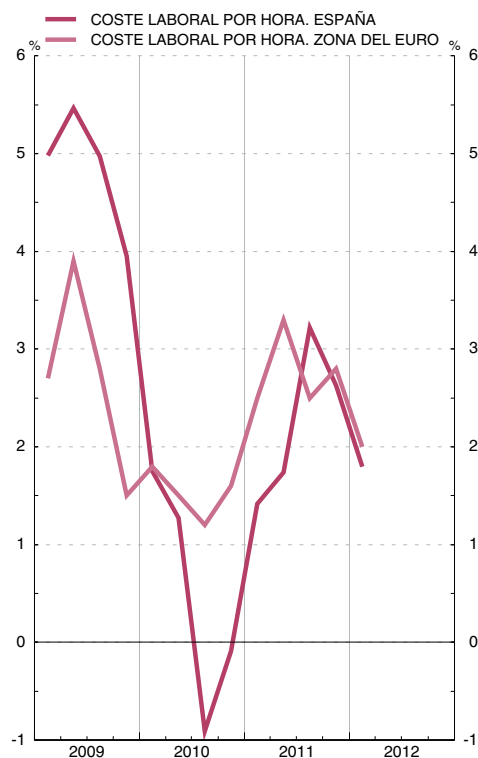
Tasas de variación interanual

		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
09	M	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	4,8	2,7
10	M	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,5	1,5
11	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
11 I-I	M	0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	1,4	2,5
12 I-I	M	1,1	2,6	2,3	0,8	1,4	1,2	1,9	1,3	1,0	1,5	0,9	1,8	2,0
09 III		3,4	2,9	5,0	3,5	4,2	3,1	2,0	4,9	3,2	3,9	3,9	5,0	2,8
10 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	1,8	1,8
11 II		1,2	2,5	0,4	1,1	0,8	1,8	3,0	1,4	1,6	1,4	-0,6	1,3	1,5
11 III		-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-0,9	1,2
12 IV		-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-0,1	1,6
11 I		0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	1,4	2,5
12 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
12 III		1,5	2,2	1,8	1,4	4,8	1,2	2,8	1,9	0,8	4,5	2,2	3,2	2,5
12 IV		1,6	1,8	3,3	1,5	2,5	1,4	2,3	2,4	1,1	2,2	2,2	2,6	2,8
12 I		1,1	2,6	2,3	0,8	1,4	1,2	1,9	1,3	1,0	1,5	0,9	1,8	2,0

**POR TRABAJADOR Y MES**  
Tasas de variación interanual



**POR HORA EFECTIVA**  
Tasas de variación interanual



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

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

a. 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.

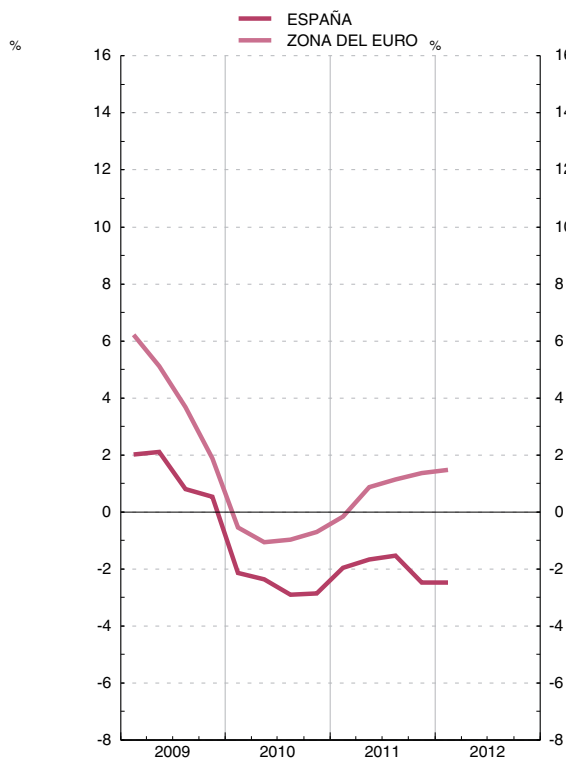
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

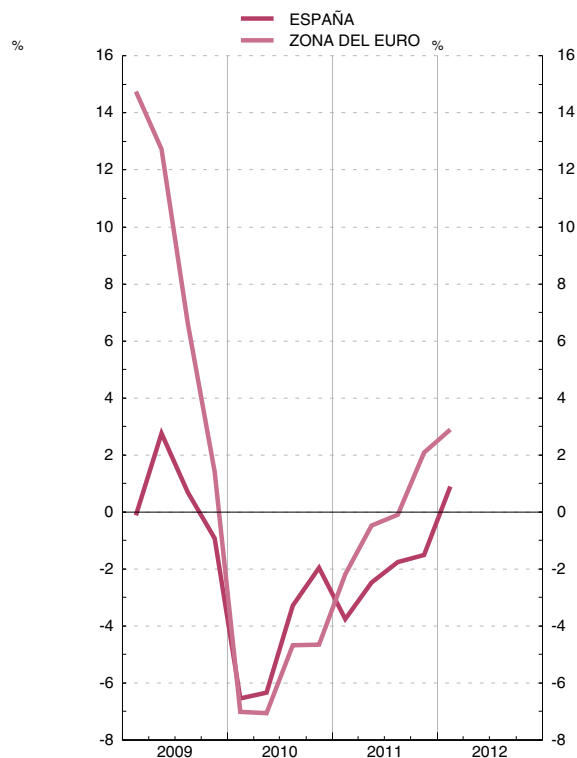
Tasas de variación interanual

	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	1,4	4,2	0,6	8,9	4,3	1,5	2,9	-2,6	-3,7	-4,4	-6,5	-1,8
10	-2,6	-0,8	-4,6	-5,9	0,0	1,6	2,6	2,5	-0,1	1,9	-2,6	-0,6
11	-1,9	0,8	-2,4	-0,2	0,8	2,2	2,8	1,4	0,7	1,5	-2,0	0,1
09 //	2,1	5,1	2,8	12,7	4,7	1,4	2,6	-3,5	-4,4	-5,3	-6,8	-1,9
10 //	0,8	3,7	0,7	6,6	4,1	1,4	3,3	-2,2	-4,0	-4,4	-7,0	-2,2
11 //	0,5	1,9	-0,9	1,4	3,4	1,6	2,8	-0,3	-3,1	-2,3	-5,7	-2,0
10 /	-2,1	-0,6	-6,5	-7,0	0,8	1,8	3,0	2,4	-1,3	1,0	-4,2	-1,4
11 //	-2,4	-1,1	-6,3	-7,1	0,5	1,8	3,0	2,9	-0,0	2,2	-2,9	-0,7
12 //	-2,9	-1,0	-3,3	-4,7	-0,6	1,4	2,4	2,4	0,4	2,2	-2,0	-0,2
11 /	-2,9	-0,7	-2,0	-4,7	-0,7	1,4	2,2	2,1	0,7	2,2	-1,4	0,0
11 /	-2,0	-0,2	-3,8	-2,2	0,6	2,1	2,6	2,2	0,9	2,4	-1,6	0,2
12 //	-1,7	0,9	-2,5	-0,5	0,5	2,2	2,2	1,3	0,8	1,7	-1,3	0,3
11 //	-1,5	1,1	-1,8	-0,1	1,2	2,3	2,8	1,2	0,8	1,3	-2,0	0,2
12 //	-2,5	1,4	-1,5	2,1	1,1	2,2	3,7	0,9	0,3	0,7	-3,3	-0,2
12 /	-2,5	1,5	0,9	2,9	0,9	1,9	3,5	0,4	-0,4	-0,0	-3,8	-0,4

**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.

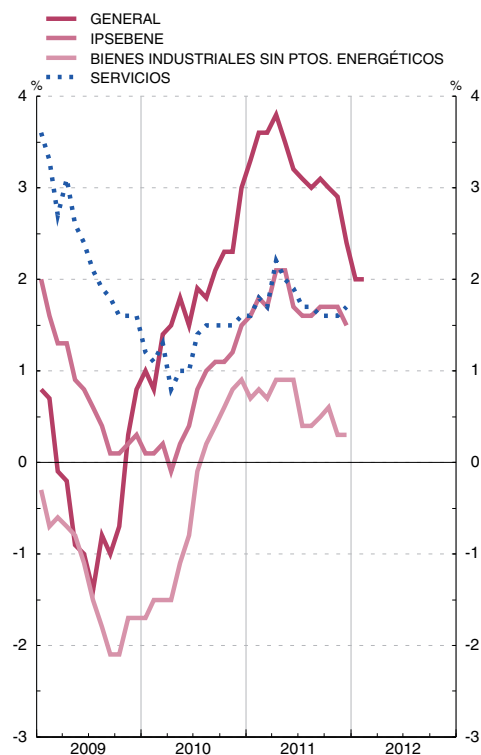
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2011 = 100

■ Serie representada gráficamente.

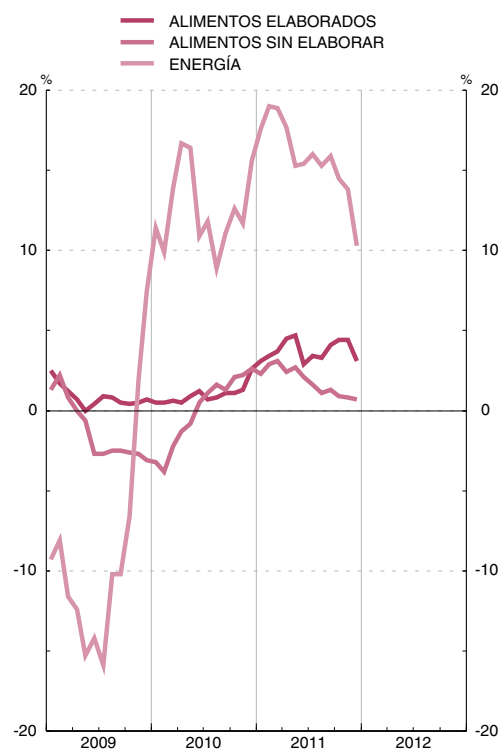
Índices y tasas de variación interanual

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-J	M	99,5	0,2	3,5	0,5	2,6	0,8	17,3	1,9	1,8	105,1	-1,1
12 E-J	M	101,4	0,1	2,0	0,1	1,6	0,2	7,8	1,2	1,2	...	...
11 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	99,0	0,0
Feb	100,4	0,1	2,0	-1,0	1,8	2,8	0,1	7,9	1,3	1,2	106,7	1,4
Mar	101,1	0,7	1,9	-0,3	1,4	2,7	0,3	7,5	1,2	1,2	110,9	5,1
Abr	102,5	1,4	2,1	1,1	2,1	2,9	0,1	8,9	1,1	1,1	...	...
May	102,3	-0,1	1,9	0,9	1,1	3,0	0,2	8,3	1,1	1,1	...	...
Jun	102,1	-0,2	1,9	0,7	2,5	3,8	0,1	6,2	1,2	1,3	...	...

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.

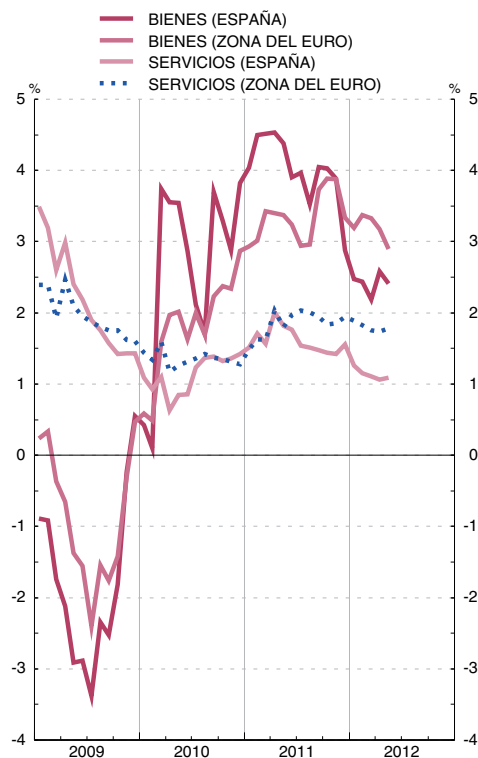
Tasas de variación interanual

		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-M	M	3,3	2,6	4,4	3,2	2,9	2,3	4,5	2,5	1,2	2,2	5,2	3,7	0,6	0,7	17,7	12,3	1,7	1,7
12 E-M	MP	1,9	2,6	2,4	3,2	2,0	3,1	3,1	3,8	0,9	2,0	2,6	3,2	0,3	1,2	8,1	8,5	1,1	1,8
11 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	1,0	7,8	9,5	1,1	1,8
Mar		1,8	2,7	2,2	3,3	1,8	3,3	2,9	3,9	0,6	2,2	2,4	3,4	0,3	1,4	7,5	8,5	1,1	1,8
Abr		2,0	2,6	2,6	3,2	2,2	3,1	3,3	3,7	0,9	2,1	2,8	3,2	0,2	1,3	8,9	8,1	1,1	1,7
May	P	1,9	2,4	2,4	2,9	1,9	2,8	3,5	3,4	0,2	1,8	2,7	3,0	0,4	1,3	8,2	7,3	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](http://www.europa.eu.int))

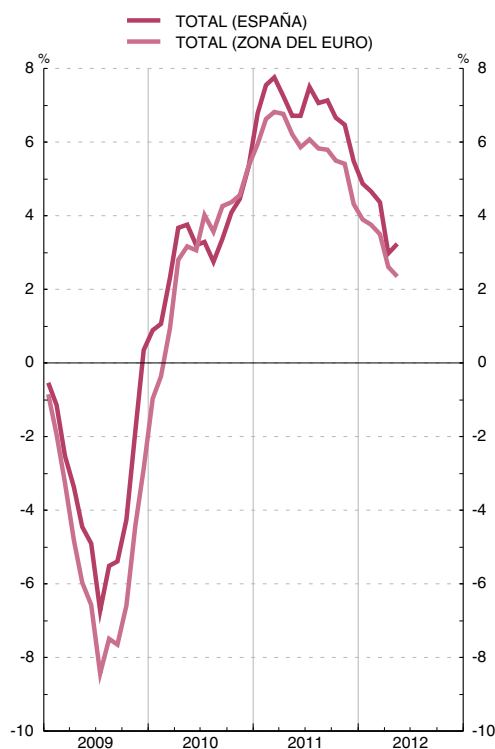
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

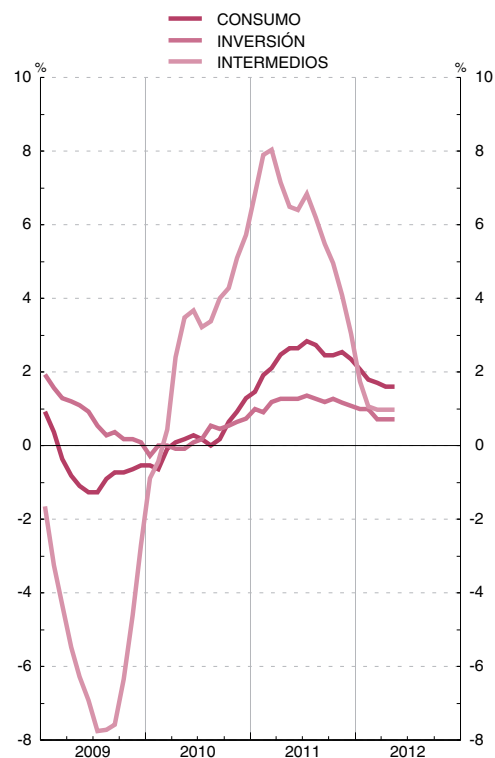
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m 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	124,0	—	6,9	—	2,4	—	1,2	—	6,1	—	17,2	5,9	3,1	1,4	5,9	11,9
11 E-M	MP	123,0	—	7,2	—	2,1	—	1,1	—	7,3	—	17,4	6,5	2,8	1,3	7,5	12,5
12 E-M	MP	128,0	—	4,0	—	1,8	—	0,8	—	1,1	—	12,0	3,2	2,6	1,2	0,9	8,3
11 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	124,8	0,2	6,7	0,1	2,4	0,1	1,3	-0,3	5,0	1,0	17,9	5,5	3,4	1,6	4,1	12,4
Nov	P	125,0	0,2	6,5	0,1	2,5	-	1,2	-0,4	4,1	0,8	17,7	5,4	3,4	1,4	3,5	12,4
Dic	P	125,0	-	5,5	0,1	2,4	-0,1	1,1	-0,3	3,0	0,5	15,2	4,3	3,1	1,4	2,7	9,5
12 Ene	P	127,2	1,8	4,9	0,2	2,1	0,4	1,0	0,4	1,7	5,9	14,3	3,9	3,0	1,3	1,6	9,7
Feb	P	128,1	0,7	4,7	0,2	1,8	0,1	1,0	0,6	1,1	1,6	14,5	3,8	2,9	1,2	1,1	9,9
Mar	P	128,9	0,6	4,4	0,2	1,7	-0,1	0,7	0,5	1,0	1,5	13,7	3,5	2,8	1,2	0,9	9,0
Abr	P	127,9	-0,8	3,0	0,3	1,6	0,1	0,7	0,5	1,0	-3,6	8,4	2,6	2,3	1,2	0,6	6,7
May	P	127,8	-0,1	3,2	0,1	1,6	-	0,7	0,2	1,0	-0,5	9,3	2,3	1,9	1,2	0,5	6,4

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

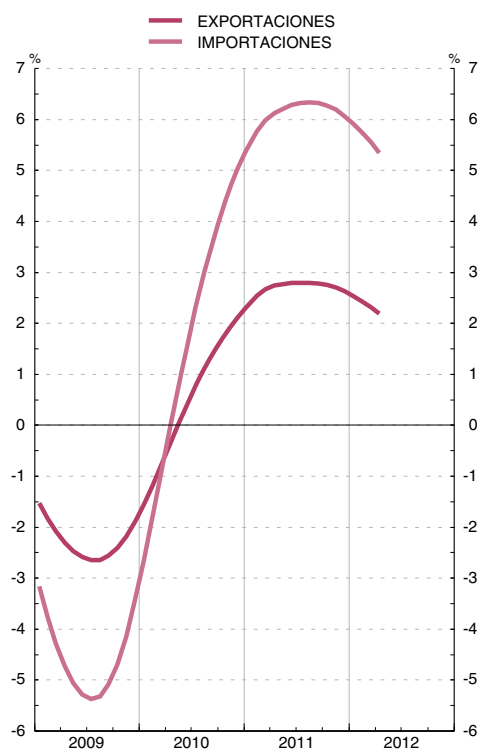
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

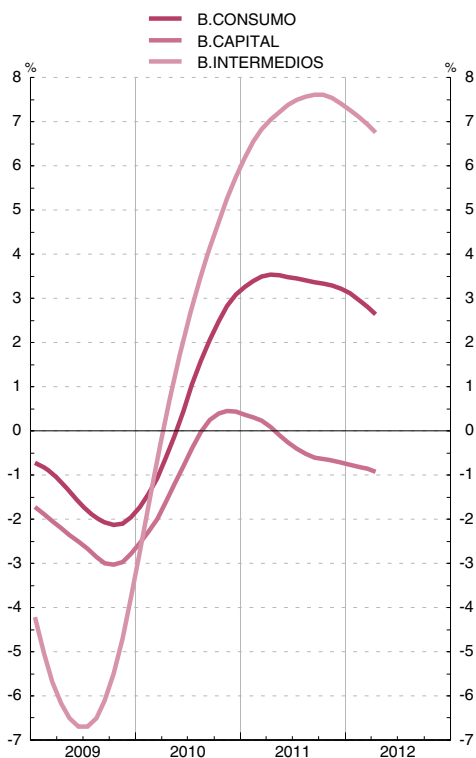
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	2,6	4,9	9,5	0,3	2,9	-0,6	6,4	4,0	-0,1	7,9	14,7	3,2
11 E-A	7,1	6,2	1,3	8,9	36,2	6,9	11,0	8,1	2,1	12,9	30,1	7,3
12 E-A	2,6	4,9	9,5	0,3	2,9	-0,6	6,4	4,0	-0,1	7,9	14,7	3,2
10 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
Feb	5,1	4,9	14,3	3,9	10,2	2,4	7,8	4,8	-0,9	9,6	16,7	4,1
Mar	3,7	8,5	7,9	0,1	1,2	-1,2	8,5	4,4	3,0	10,5	13,2	5,7
Abr	-0,4	3,1	1,9	-2,6	-0,1	-2,5	4,0	-0,2	0,0	5,6	10,9	1,6

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

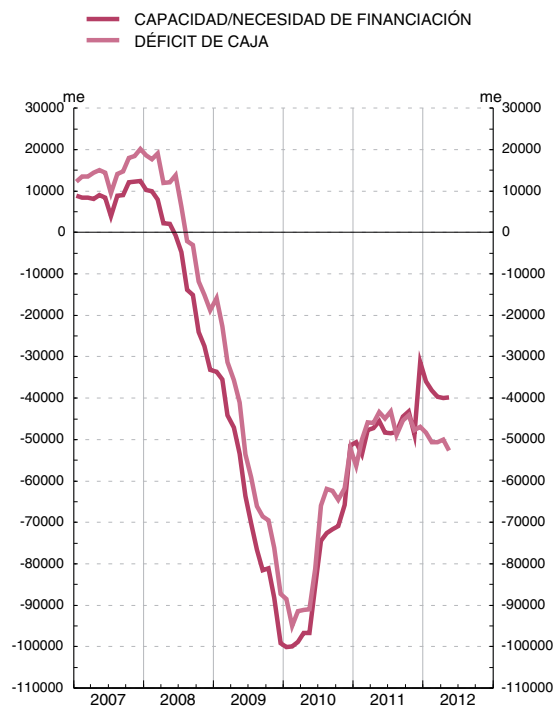
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

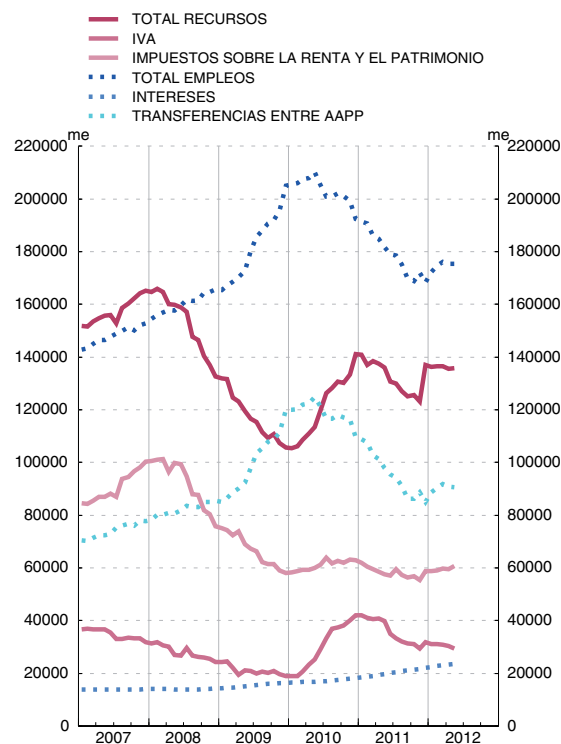
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	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-M	A -27 907	33 081	9 464	3 015	2 461	12 974	5 167	60 988	7 264	8 740	30 707	757	13 520	-14 082	44 606	58 688
12 E-M	A -36 387	31 708	7 200	2 963	2 409	14 854	4 282	68 095	7 360	10 271	36 476	134	13 854	-19 793	45 923	65 716
11 May	A -11 043	1 602	-111	631	100	-786	1 768	12 645	1 500	1 842	6 649	164	2 490	-7 939	958	8 897
Jun	A -178	13 703	4 321	773	298	6 126	2 185	13 881	2 623	1 830	6 200	112	3 116	-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
Mar	A 968	14 327	4 488	463	1 161	6 796	1 419	13 359	1 455	2 096	7 348	17	2 443	-3 624	5 516	9 140
Abr	A -5 772	6 498	188	727	390	4 381	812	12 270	1 608	2 026	6 060	53	2 523	3 625	17 158	13 532
May	A -10 907	1 744	-980	578	210	327	1 609	12 651	1 465	2 135	6 420	53	2 578	-10 599	186	10 785

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA  
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL  
(Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

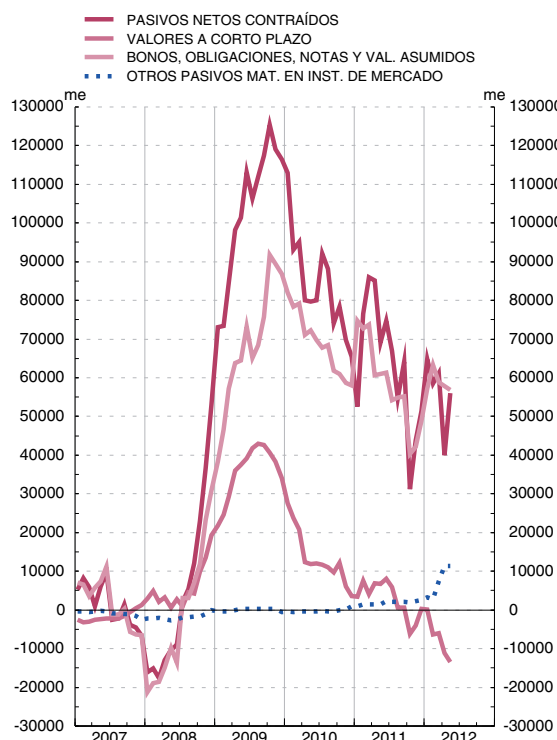
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

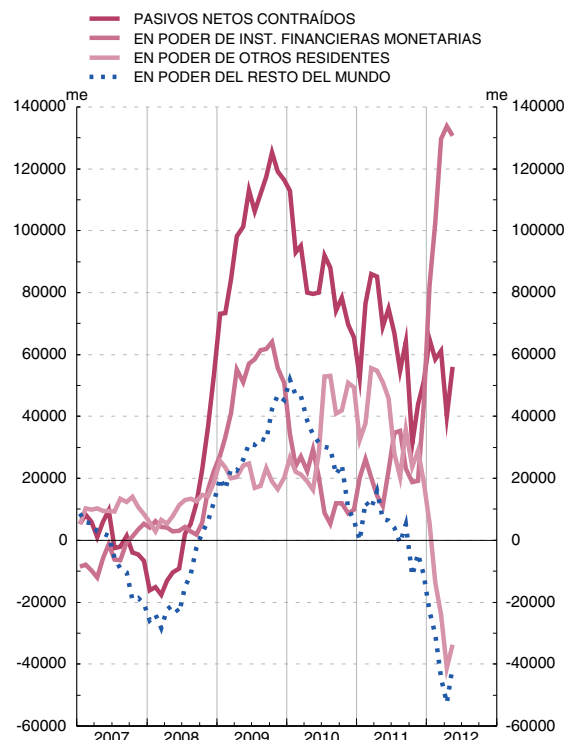
Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de fi- nan- cia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contra- cción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)	
				Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
		Del cual		Total	En monedas distintas de la pe- seta/ 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	Depó- sitos en el Banco de España								Total	Institu- ciones financie- rias mone- tarias	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	14 014	-5	65 462	-726	3 616	57 958	-544	907	3 524	59 165	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	62 503	43 784	18 719	-11 145	51 353
11 E-M	A -27 907	-1 017	-200	26 890	36	-1 073	24 609	-537	510	3 382	25 959	6 712	19 247	931	23 509
12 E-M	A -36 387	-4 864	-125	31 523	-729	-14 914	32 483	-542	9 193	5 303	60 465	93 669	-33 204	-28 942	26 220
11 May	A -11 043	-19 172	-18 220	-8 129	15	436	8 307	-	0	-16 872	2 464	4 537	-2 073	-10 593	8 743
Jun	A -178	11 067	80	11 245	-37	2 444	9 324	-	918	-1 441	10 163	11 141	-978	1 082	12 686
Jul	A -10 922	-298	-82	10 624	-1 454	336	-15 631	-	5	25 914	14 410	-1 770	16 180	-3 786	-15 290
Ago	A -1 854	-19 020	1	-17 166	11	-2 795	5 710	-	14	-20 095	-13 973	-1 953	-12 020	-3 193	2 929
Sep	A 3 170	11 497	1	8 327	-25	707	9 217	-	-38	-1 559	1 449	-209	1 659	6 877	9 886
Oct	A -2 460	-14 364	0	-11 904	5	-1 682	-7 751	-	-15	-2 456	-5 587	-585	-5 002	-6 317	-9 448
Nov	A -12 323	2 687	0	15 010	11	203	10 119	-	388	4 300	12 866	1 981	10 886	2 144	10 710
Dic	A 21 126	29 458	125	8 332	12	2 173	13 344	-	854	-8 039	17 215	28 467	-11 252	-8 883	16 371
12 Ene	A -9 316	3 556	-210	12 872	12	-937	12 945	-	581	283	22 297	37 888	-15 591	-9 425	12 589
Feb	A -11 360	1 600	19 483	12 960	11	-4 508	14 172	-	1	3 296	14 855	22 714	-7 858	-1 895	9 664
Mar	A 968	10 625	-1 998	9 657	-753	-2 067	8 964	-	4 668	-1 907	21 529	29 685	-8 155	-11 872	11 565
Abr	A -5 772	-17 578	-3 999	-11 806	-9	-5 515	-10 926	-542	3 949	1 228	-5 192	1 873	-7 065	-6 614	-13 034
May	A -10 907	-3 068	-13 401	7 839	11	-1 887	7 329	-	-5	2 403	6 975	1 510	5 465	864	5 437

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS  
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA  
(Suma móvil 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.



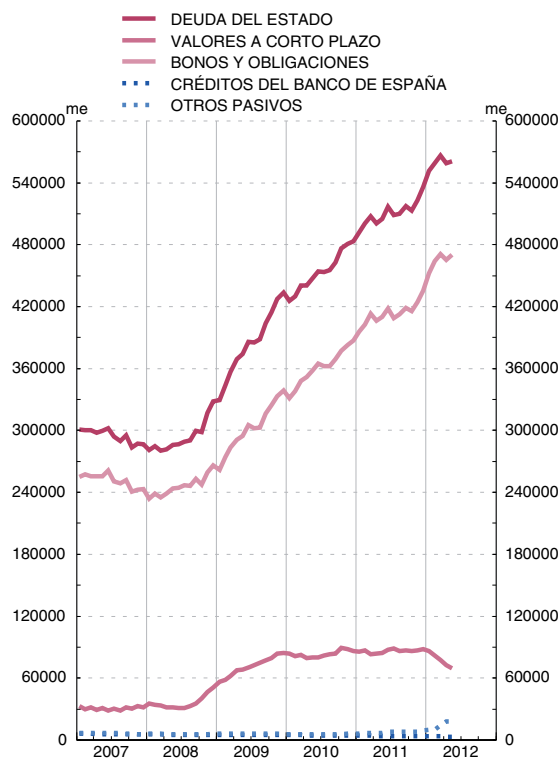
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

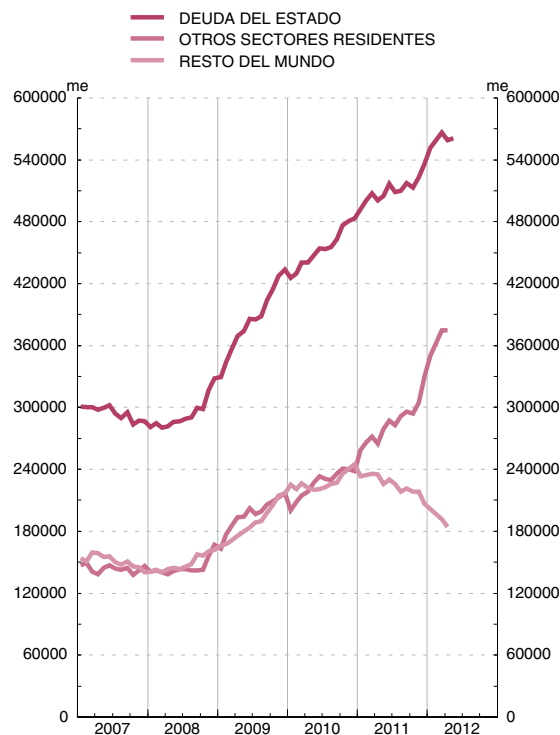
Millones de euros

		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)	Avaless 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	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	559 185	0	81 892	464 171	3 499	9 624	426 056	63 617	362 439	196 747	19 499	35 267	98 287
	Mar	A	566 263	0	77 819	470 654	3 499	14 292	440 574	65 755	374 819	191 445	17 500	36 709	131 683
	Abr	A	558 682	0	72 451	465 076	2 915	18 241	438 227	63 704	374 523	184 159	13 501	30 536	126 683
	May	A	560 837	0	69 222	470 465	2 915	18 235	...	65 056	...	...	100	40 266	133 538

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.

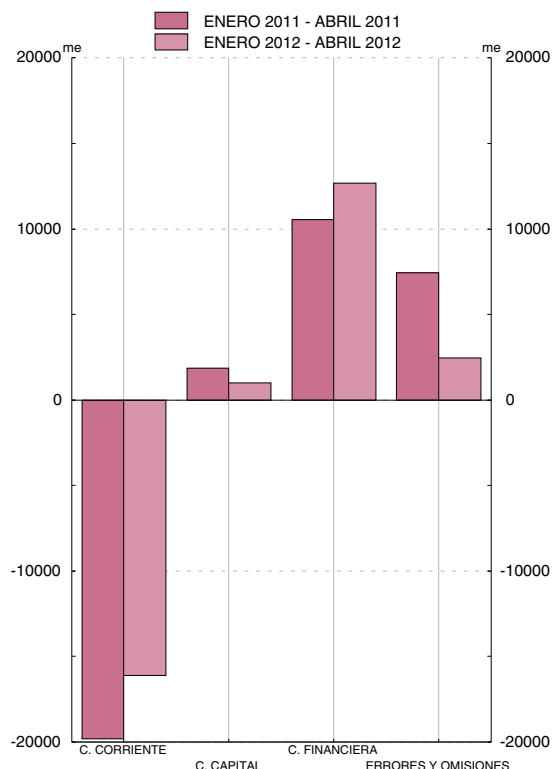
# 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

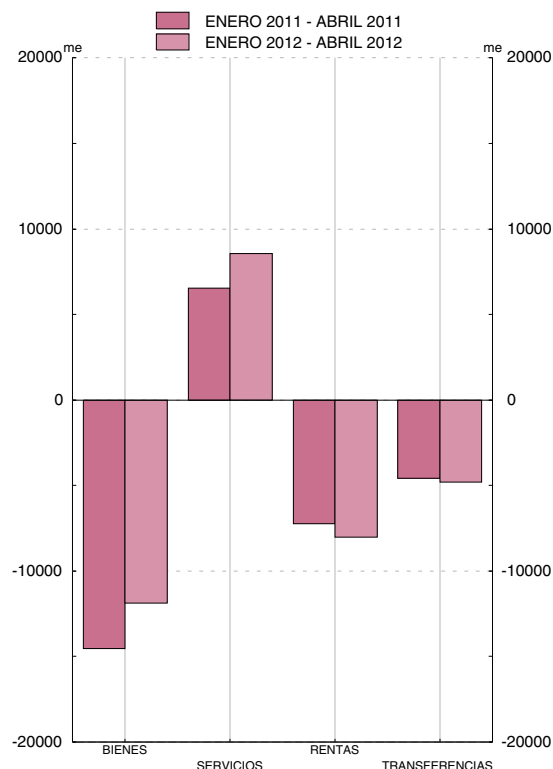
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta financiera (saldo)	Errores y omisiones
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			Transferencias corrientes (saldo)					
		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	12 066	-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 -37 497	-39 727	222 641	262 367	34 240	102 220	43 026	67 980	12 422	-26 106	42 355	68 461	-5 904	5 488	-32 009	35 760	-3 751
11 E-A	P -19 831	-14 549	72 715	87 265	6 534	28 303	10 418	21 768	3 527	-7 227	11 324	18 551	-4 589	1 847	-17 984	10 530	7 454
12 E-A	P -16 123	-11 860	74 897	86 757	8 547	30 047	10 340	21 500	3 389	-8 010	11 158	19 168	-4 800	1 000	-15 123	12 671	2 452
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 -1 363	-3 023	19 860	22 883	3 646	9 474	4 154	5 829	1 172	-1 465	3 521	4 986	-521	280	-1 083	3 448	-2 366
Nov	P -1 926	-1 791	20 531	22 323	2 054	7 667	2 606	5 613	1 103	-2 568	3 223	5 791	379	869	-1 058	5 234	-4 177
Dic	P -3 911	-3 915	17 425	21 340	1 693	7 979	2 156	6 286	974	-2 768	5 379	8 147	1 078	165	-3 746	1 530	2 216
12 Ene	P -5 574	-3 253	17 173	20 426	1 847	7 200	2 677	5 353	832	-3 033	2 845	5 878	-1 135	84	-5 490	2 994	2 497
Feb	P -5 860	-3 107	18 751	21 858	1 680	7 093	2 243	5 413	881	-1 855	2 437	4 292	-2 578	116	-5 744	6 666	-922
Mar	P -3 010	-2 606	21 205	23 811	2 192	7 751	2 687	5 559	832	-1 816	3 009	4 826	-780	486	-2 524	608	1 916
Abr	P -1 679	-2 894	17 769	20 663	2 828	8 002	2 733	5 174	844	-1 305	2 867	4 172	-307	314	-1 364	2 403	-1 039

## 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).

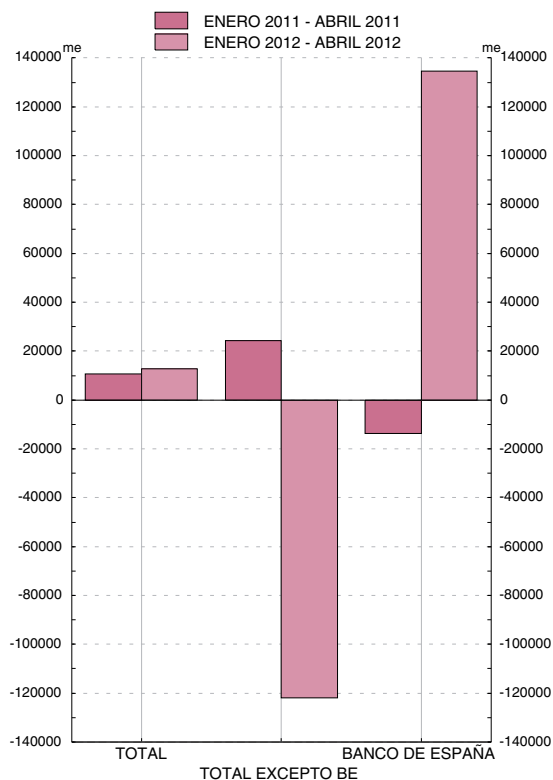
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

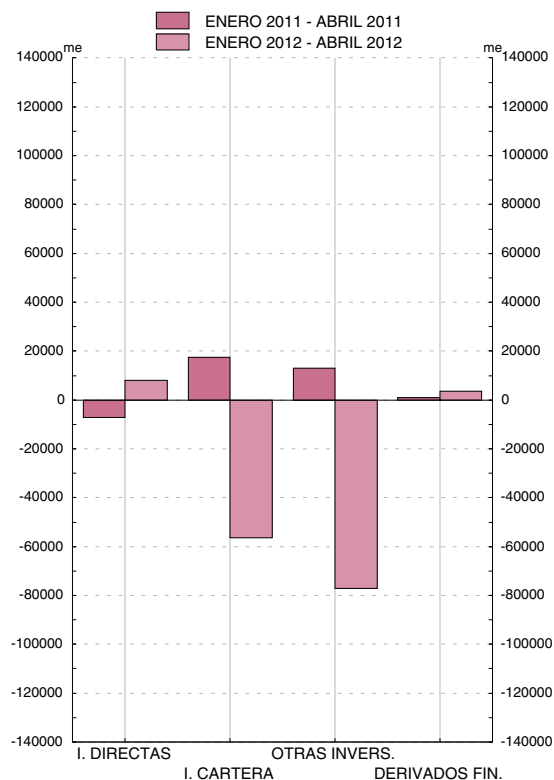
Millones de euros

		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)			Deri- vados 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	35 760	-73 393	-5 596	26 800	21 204	-23 076	-42 904	-65 979	-44 880	35 500	-9 380	159	109 153	-10 010	124 056	-4 893	
11 E-A	P	10 530	24 156	-7 279	17 334	10 055	17 540	-7 675	9 865	13 020	10 747	23 767	875	-13 626	-542	-13 389	305	
12 E-A	P	12 671	-121 892	7 948	1 251	9 199	-56 347	-1 594	-57 941	-77 002	36 225	-40 776	3 509	134 562	-364	127 862	7 064	
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	3 448	-15 397	1 532	3 728	5 260	-5 634	-3 667	-9 301	-11 363	5 128	-6 235	68	18 845	-948	19 867	-73	
Nov	P	5 234	-17 235	1 082	1 992	3 073	6 673	-8 479	-1 806	-26 348	7 802	-18 546	1 358	22 469	-3 694	28 690	-2 527	
Dic	P	1 530	-32 454	659	4 990	5 649	-12 460	-5 559	-18 019	-19 657	-1 222	-20 880	-996	33 984	-3 142	37 801	-675	
12 Ene	P	2 994	-6 540	2 665	-896	1 769	-6 522	-49	-6 570	-2 605	-827	-3 432	-78	9 533	-71	8 808	797	
Feb	P	6 666	-22 640	2 305	-142	2 162	-5 431	2 157	-3 274	-22 098	8 112	-13 985	2 584	29 305	-111	27 639	1 777	
Mar	P	608	-66 125	2 212	127	2 339	-24 194	689	-23 505	-45 128	24 317	-20 811	984	66 734	-30	64 608	2 156	
Abr	P	2 403	-26 587	767	2 161	2 928	-20 201	-4 392	-24 593	-7 171	4 623	-2 547	18	28 990	-152	26 807	2 334	

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

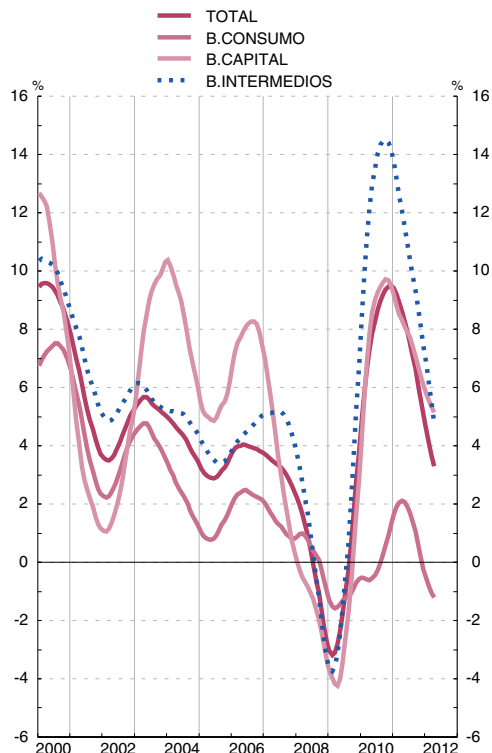
■ Serie representada gráficamente.

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	
11	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
	Feb	P	17 978	4,9	-0,2	0,1	-26,4	4,4	41,6	2,2	1,9	-1,3	3,2	-3,7	16,3	-18,8	-1,0	36,6
	Mar	P	19 889	1,2	-2,3	-10,7	-15,1	5,5	49,5	3,2	-0,2	-0,6	-1,4	-3,9	24,4	7,4	17,9	56,6
	Abr	P	17 198	-0,8	-0,5	-5,9	-9,0	4,0	-3,4	4,5	-4,6	-2,8	-3,1	-8,1	7,6	25,9	22,5	29,7

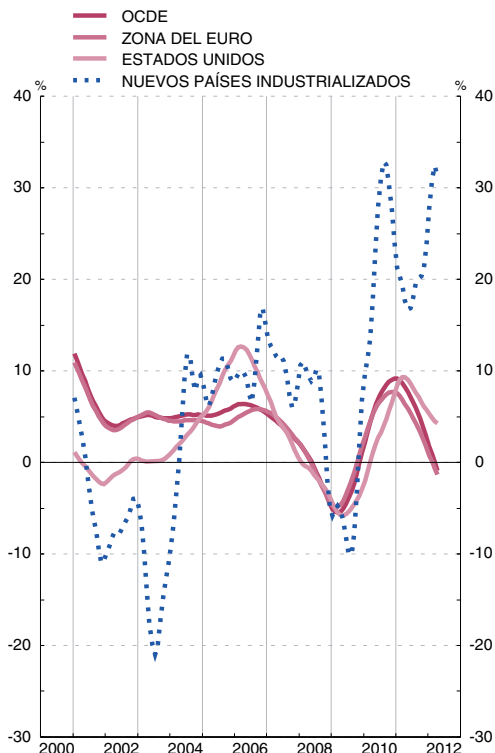
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

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

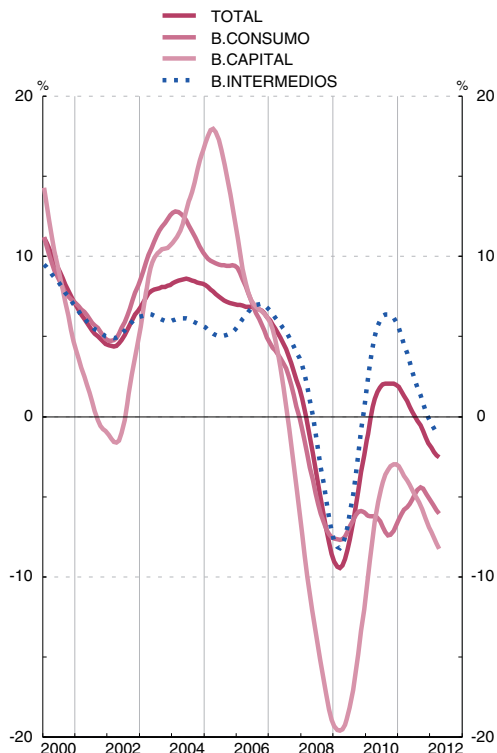
■ Serie representada gráficamente.

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	
11	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
	Feb	P	21 737	6,6	-1,1	-3,8	-6,4	0,1	12,4	-3,2	1,5	-0,7	5,0	3,4	15,3	66,6	0,5	-22,2
	Mar	P	23 134	-4,6	-12,0	-10,9	-15,7	-12,1	6,1	-16,4	-13,4	-13,9	-12,5	-11,5	23,5	68,0	-17,6	-29,2
	Abr	P	20 554	-3,5	-7,2	-12,9	-10,5	-5,2	3,3	-7,5	-9,4	-10,5	-5,8	-1,2	12,8	-20,0	-0,7	-5,6

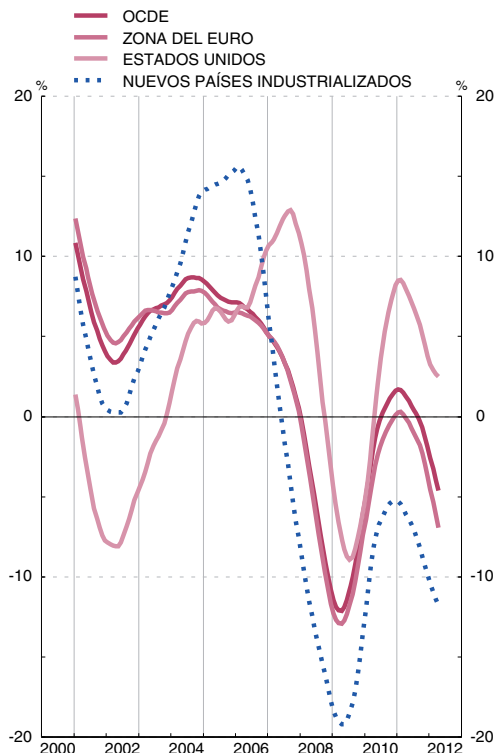
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

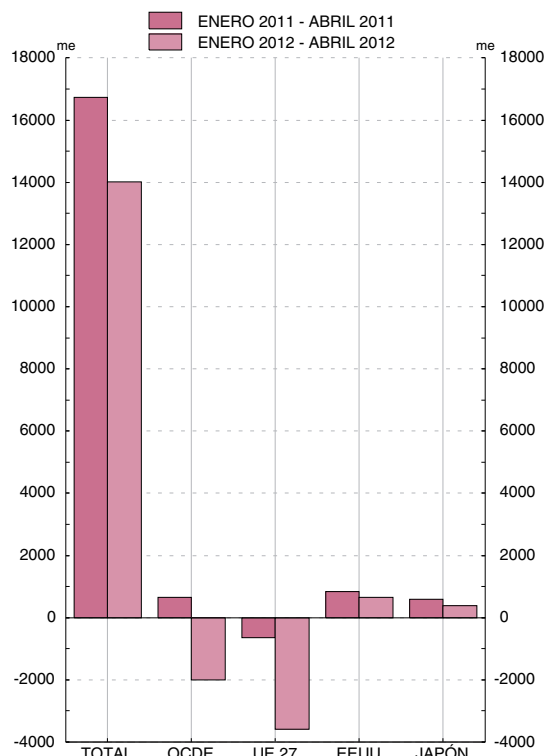
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

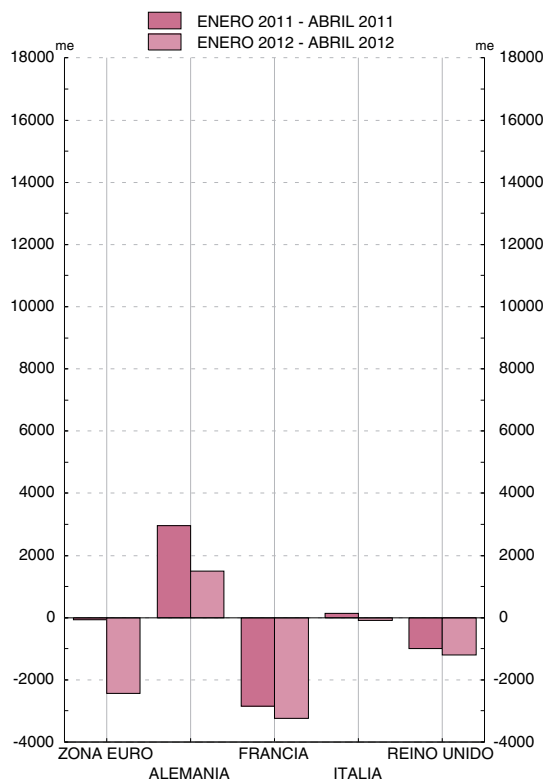
Millones de euros

		Total mundial	Unión Europea (UE 27)							OCDE				OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
			Total	Zona del Euro				Resto de la UE 27		Del cual:							
				Del cual:				Del cual:		Total	EEUU	Japón					
				Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido								
1		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	
11	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
	Feb	P	-3 759	468	302	-403	702	-26	165	327	-39	-229	-67	-1 860	-555	-1 218	25
	Mar	P	-3 245	1 451	996	-423	1 003	94	455	330	1 277	-151	-105	-1 836	-1 139	-875	53
	Abr	P	-3 356	777	544	-324	830	39	233	257	142	-190	-75	-1 651	-401	-1 008	-43

**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.

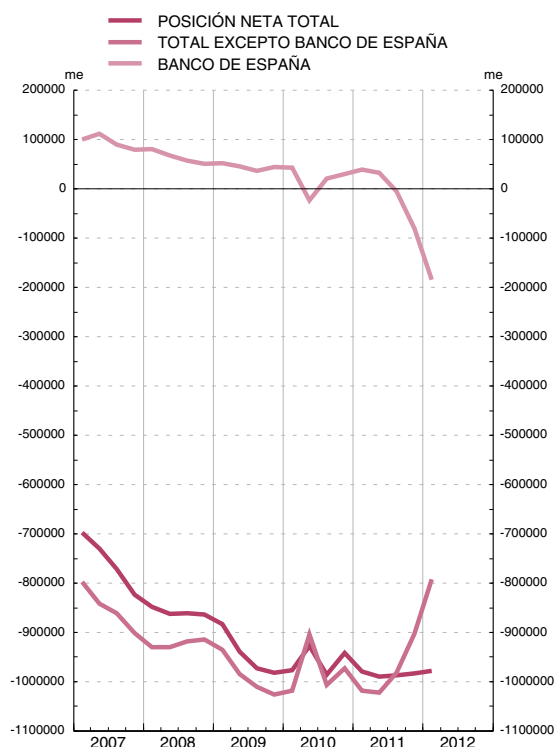
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

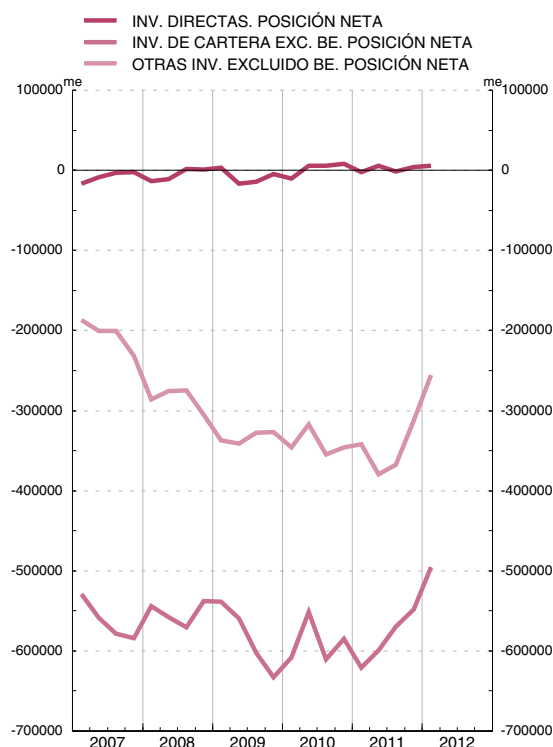
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	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=	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=	14	15	16		
	2+13	3+6+9+12	3=4-5			6=7-8			9=10-11				14 a 16				
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	-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 /	-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 /	-976,0	-1 018,4	-10,4	440,3	450,7	-667,9	380,6	1 048,4	-345,8	362,1	707,9	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0	
II	-927,1	-903,7	5,6	460,0	454,4	-604,0	352,9	956,9	-317,3	370,8	688,1	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1	
III	-986,0	-1 006,2	5,8	468,0	462,2	-661,9	334,3	996,1	-354,4	354,1	708,5	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9	
IV	-942,1	-972,4	7,9	487,4	479,6	-637,0	312,2	949,2	-346,0	372,6	718,5	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5	
11 /	-978,7	-1 018,2	-2,2	485,4	487,6	-672,4	302,2	974,6	-342,0	378,8	720,8	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5	
II	-990,0	-1 022,1	6,0	487,1	481,0	-648,2	293,8	942,0	-379,6	382,1	761,7	-0,3	32,2	23,5	-40,6	49,3	
III	-987,6	-982,4	-1,6	477,6	479,2	-620,8	274,0	894,8	-367,7	387,5	755,1	7,6	-5,2	27,6	-83,8	51,1	
IV	-983,1	-902,2	4,5	494,9	490,4	-600,2	257,3	857,6	-312,3	399,0	711,4	5,9	-81,0	36,4	-170,2	52,8	
12 /	-977,6	-792,8	5,3	494,2	488,9	-545,2	268,7	813,9	-255,9	417,3	673,3	2,9	-184,8	36,0	-271,2	50,5	

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

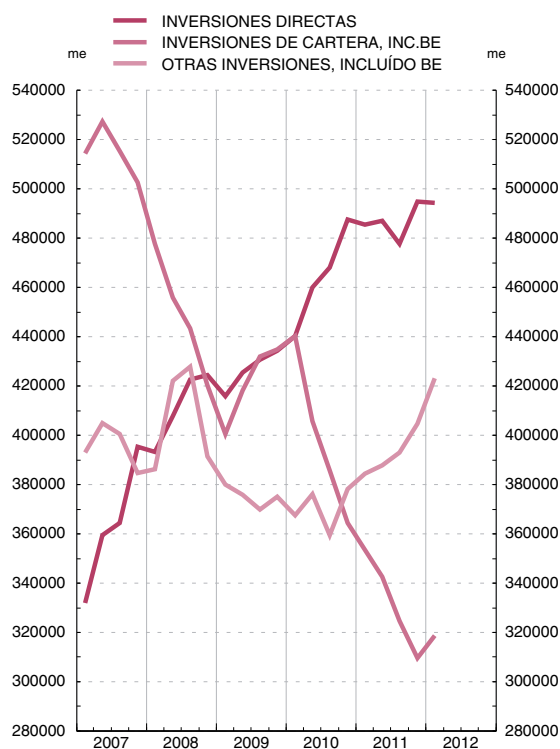
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

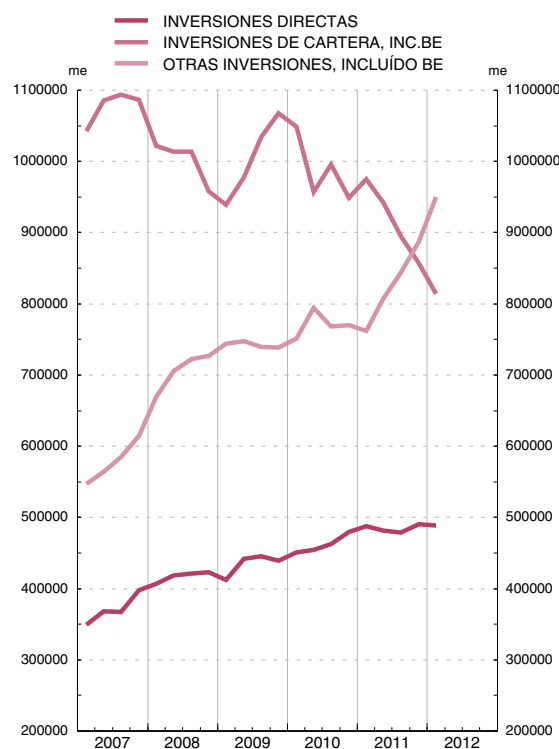
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España (a)	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
	1	2	3	4	5	6	7	8				
<b>04</b>	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
<b>05</b>	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
<b>06</b>	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
<b>07</b>	368 306	27 086	307 278	90 696	132 955	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
<b>08</b>	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
<b>09 /</b>	383 808	32 027	309 053	103 443	52 268	348 226	142 042	796 767	380 059	744 043	111 670	111 538
<b>II</b>	389 679	35 700	321 139	120 735	59 963	358 187	177 536	799 835	375 889	747 409	92 879	100 032
<b>III</b>	397 659	33 053	327 809	117 569	71 192	360 879	218 231	816 410	369 856	739 197	85 194	90 098
<b>IV</b>	404 194	30 207	327 215	111 662	78 591	356 340	222 620	845 431	375 092	738 182	77 449	78 498
<b>10 /</b>	410 023	30 231	331 947	118 742	89 281	351 097	198 588	849 822	367 564	751 592	93 867	88 286
<b>II</b>	427 686	32 290	335 622	118 766	87 320	318 420	169 657	787 204	376 232	793 952	118 304	106 522
<b>III</b>	431 563	36 435	341 714	120 500	88 694	360 879	194 290	801 837	359 522	767 959	121 434	117 049
<b>IV</b>	449 531	37 913	356 110	123 464	92 373	271 994	181 491	767 728	378 153	769 870	95 116	92 459
<b>11 /</b>	447 913	37 470	366 423	121 162	92 824	260 696	204 976	769 639	384 398	761 515	80 724	82 170
<b>II</b>	448 933	38 121	364 644	116 367	91 874	250 742	194 526	747 507	387 678	807 467	83 747	84 040
<b>III</b>	434 244	43 306	365 517	113 639	78 262	246 455	159 326	735 458	393 052	844 144	134 796	127 191
<b>IV</b>	447 728	47 142	373 509	116 893	77 820	231 911	164 215	693 375	404 774	886 726	140 225	134 415
<b>12 /</b>	447 521	46 711	373 125	115 765	83 273	235 304	160 017	653 873	423 068	949 747	133 237	130 209

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.



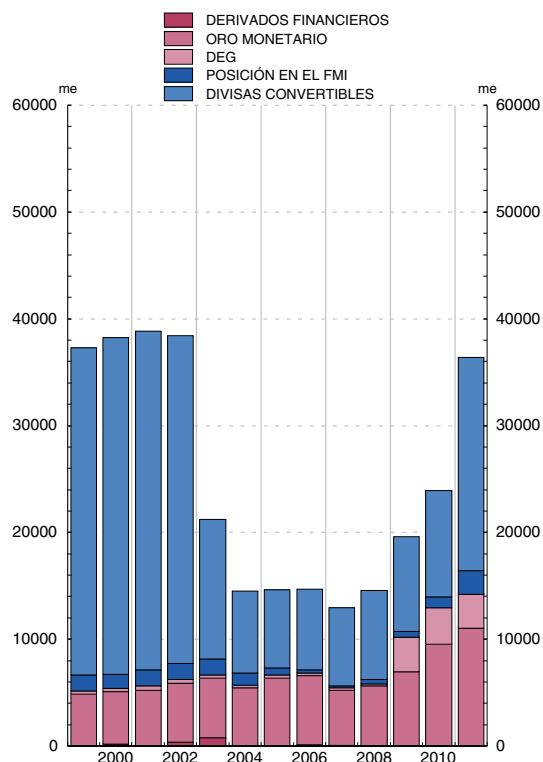
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

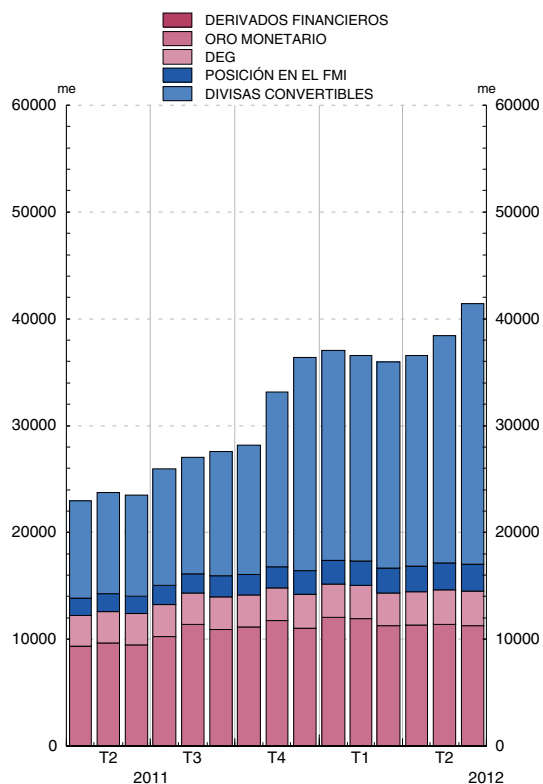
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>06</b>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08</b>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09</b>	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
<b>10</b>	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
<b>11 Ene</b>	23 034	9 769	1 158	3 345	8 762	-	9,1
<b>Feb</b>	23 410	9 812	1 040	3 322	9 235	-	9,1
<b>Mar</b>	23 159	9 439	1 643	2 957	9 119	-	9,1
<b>Abr</b>	22 965	9 102	1 606	2 891	9 365	-	9,1
<b>May</b>	23 734	9 452	1 676	2 943	9 664	-	9,1
<b>Jun</b>	23 471	9 420	1 667	2 938	9 447	-	9,1
<b>Jul</b>	25 955	10 908	1 809	2 979	10 259	-	9,1
<b>Ago</b>	27 004	10 878	1 796	2 958	11 373	-	9,1
<b>Sep</b>	27 566	11 619	1 953	3 072	10 922	-	9,1
<b>Oct</b>	28 197	12 124	1 913	3 010	11 150	-	9,1
<b>Nov</b>	33 157	16 393	1 952	3 072	11 740	-	9,1
<b>Dic</b>	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1
<b>12 Ene</b>	37 017	19 620	2 233	3 139	12 025	-	9,1
<b>Feb</b>	36 582	19 242	2 305	3 087	11 949	-	9,1
<b>Mar</b>	35 977	19 312	2 312	3 095	11 258	-	9,1
<b>Abr</b>	36 540	19 708	2 402	3 130	11 300	-	9,1
<b>May</b>	38 440	21 308	2 492	3 248	11 392	-	9,1
<b>Jun</b>	41 430	24 409	2 508	3 226	11 287	-	9,1

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

## 7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias				
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
08 /	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 /	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 /	1 781 378	317 503	51 896	117	238 846	26 643	-	789 869	16 641	399 817	256 338	117 073
II	1 762 139	292 977	39 698	195	224 769	28 315	-	741 796	12 157	378 888	239 162	111 589
III	1 747 317	303 843	39 437	935	234 437	29 034	-	758 152	10 926	396 110	242 943	108 173
IV	1 717 265	288 589	36 629	980	220 521	30 459	-	759 633	9 910	413 379	238 061	98 283
11 /	1 709 569	291 283	37 875	488	221 838	31 081	-	764 176	10 640	395 695	239 222	118 619
II	1 732 618	285 497	37 245	11	215 762	32 479	-	795 343	7 554	425 267	234 487	128 035
III	1 757 882	292 171	36 605	510	222 015	33 040	-	771 984	6 211	402 061	227 294	136 418
IV	1 757 341	274 908	28 545	431	211 918	34 014	-	715 334	3 494	362 532	218 553	130 755
12 /	1 779 973	255 184	23 731	8	191 335	40 110	-	655 360	3 341	311 560	205 199	135 259

## 7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Autoridad monetaria			Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:		
	(a)	Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiladas	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
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	450 370	14 758	15 097	3 179	271 344	144 295	424	1 273	179 965	69 703	110 262	
II	105 881	105 881	440 502	12 714	17 908	4 462	258 705	145 110	432	1 172	180 983	67 228	113 755	
III	59 477	59 477	448 324	14 032	17 462	4 762	260 062	150 451	421	1 134	177 521	67 371	110 150	
IV	51 323	51 323	438 053	11 929	18 285	3 974	250 678	151 534	422	1 231	179 668	67 328	112 340	
11 /	40 665	40 665	435 030	11 724	19 493	3 508	248 339	150 159	415	1 391	178 416	67 606	110 810	
II	45 732	45 732	428 403	11 840	19 890	3 882	240 618	150 761	414	997	177 644	68 268	109 375	
III	89 019	89 019	426 427	7 466	20 498	6 076	235 866	155 104	420	997	178 281	67 715	110 566	
IV	175 360	175 360	414 499	5 350	20 957	6 234	225 515	155 114	423	907	177 240	69 072	108 168	
12 /	276 496	276 496	416 581	8 561	20 729	6 365	221 705	157 893	420	907	176 352	68 371	107 982	

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 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	
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
Abr	382 712	55 069	1 090 965	-	-	1 066	764 388	272 458	873 353	148 188	660 168	88 915	110 253
May	347 195	40 063	1 076 812	0	-	1 644	771 324	229 927	876 907	116 280	656 995	106 265	117 268
Jun	437 789	132 691	1 069 309	0	-	2 003	766 215	328 135	888 832	131 374	659 454	32 617	109 653

# 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 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	
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
Abr	263 535	1 781	315 153	-	-	5	53 404	284 549	-5 724	-26 953	67 161	24 159	32 986	85 287	11 662
May	287 813	9 204	315 438	-	-	-	36 829	318 594	-5 724	-36 857	67 030	11 226	32 912	82 200	11 800
Jun	337 206	44 961	320 036	-	-	0	27 792	371 808	-5 724	-40 468	70 049	7 284	35 954	81 846	11 589

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

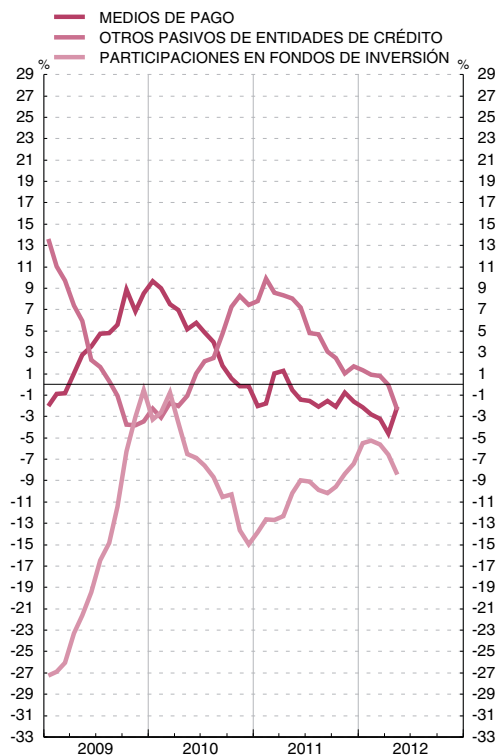
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

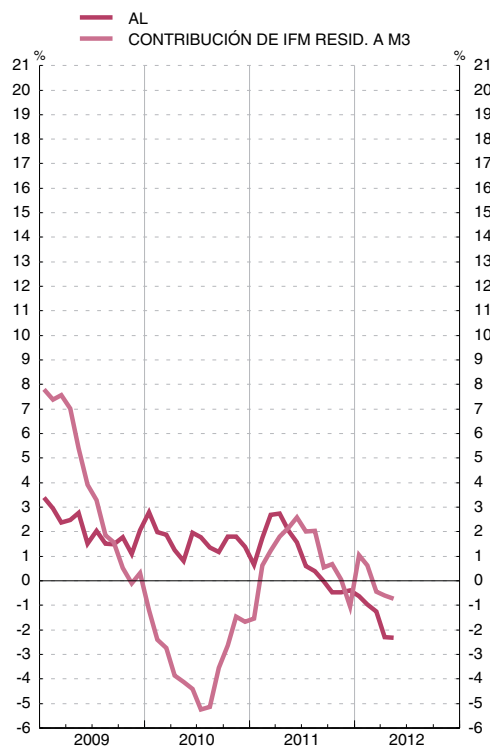
Millones de euros y porcentajes

	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	527 975	-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	567 412	7,5	6,4	26,6	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,4	-1,7
11		509 981	-1,6	-1,9	-1,5	577 016	1,7	-2,3	48,4	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	-0,4	-1,1
11 Feb		506 132	-1,8	-0,4	-2,1	573 565	9,9	8,8	26,8	-11,5	125 719	-12,6	-30,6	7,1	1,7	0,6
Mar		514 331	1,0	-1,3	1,6	574 673	8,6	7,5	23,4	1,8	125 307	-12,7	-28,5	3,7	2,7	1,2
Abr		512 111	1,3	-0,7	1,8	572 069	8,3	7,9	17,2	-16,1	124 660	-12,3	-28,0	3,8	2,7	1,8
May		509 733	-0,5	-1,9	-0,2	575 516	8,1	7,4	17,0	0,5	123 436	-10,2	-25,8	5,6	2,0	2,2
Jun		523 525	-1,4	-2,3	-1,2	577 888	7,2	7,0	12,5	-13,4	121 717	-9,0	-21,1	2,4	1,6	2,6
Jul		515 634	-1,5	-2,6	-1,3	573 445	4,8	4,4	11,6	-17,0	121 283	-9,1	-18,6	-0,8	0,6	2,0
Ago		506 611	-2,1	-2,7	-1,9	575 190	4,7	4,5	10,9	-24,0	119 785	-9,9	-17,4	-3,4	0,4	2,0
Sep		502 786	-1,5	-2,1	-1,4	573 769	3,1	2,9	7,2	-14,3	117 938	-10,2	-15,8	-5,4	-0,0	0,5
Oct		495 731	-2,1	-2,0	-2,1	573 882	2,5	0,8	23,6	-13,8	118 090	-9,6	-14,3	-5,8	-0,5	0,7
Nov		500 118	-0,8	-1,6	-0,6	571 092	1,0	-1,6	31,8	-20,1	115 330	-8,4	-12,8	-4,7	-0,5	0,1
Dic		509 981	-1,6	-1,9	-1,5	577 016	1,7	-2,3	48,4	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	-0,4	-1,1
12 Ene	P	493 716	-2,2	-2,3	-2,1	574 999	1,4	-3,1	56,3	-31,7	118 041	-5,5	-7,4	-4,1	-0,6	1,0
Feb	P	492 086	-2,8	-2,4	-2,9	578 851	0,9	-3,5	53,3	-33,9	119 071	-5,3	-4,3	-6,0	-1,0	0,6
Mar	P	497 887	-3,2	-1,8	-3,5	579 242	0,8	-3,8	54,1	-39,0	118 259	-5,6	-4,4	-6,5	-1,2	-0,4
Abr	P	488 542	-4,6	-2,3	-5,1	571 649	-0,1	-4,7	53,4	-37,6	116 423	-6,6	-4,1	-8,4	-2,3	-0,6
May	P	499 145	-2,1	-0,7	-2,4	561 966	-2,4	-6,9	50,6	-41,5	113 056	-8,4	-4,2	-11,4	-2,3	-0,7

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. 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.

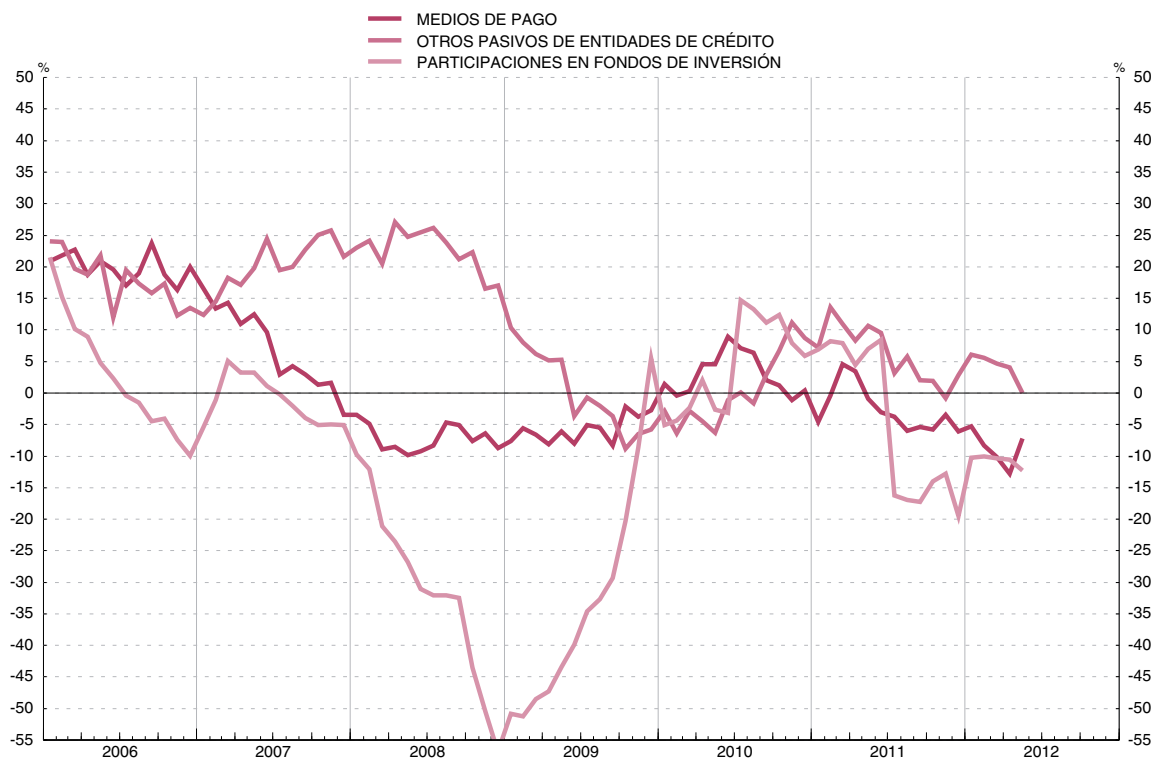
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	113 401	-5,8	9,2	-39,5	11 475	5,5	1,0	10,8
10		117 930	0,4	123 240	8,7	6,1	19,3	12 153	5,9	-9,4	22,1
11		110 737	-6,1	126 737	2,8	-10,9	52,3	9 780	-19,5	-16,5	-21,9
11	Feb	115 172	-0,5	120 435	13,6	10,1	29,5	12 307	8,2	-11,5	28,5
	Mar	119 598	4,5	122 049	11,0	7,3	27,3	12 267	7,9	-9,1	24,5
	Abr	116 715	3,4	119 464	8,3	5,2	21,1	12 103	4,5	-13,3	22,7
	May	116 688	-0,9	121 746	10,7	5,9	32,7	11 983	7,0	-10,7	24,8
	Jun	120 261	-3,1	123 442	9,5	5,0	29,5	11 817	8,4	-5,1	21,1
	Jul	114 312	-3,8	118 830	3,2	-2,1	27,6	11 282	-16,3	-25,1	-8,6
	Ago	113 012	-5,9	120 951	5,8	1,3	24,5	11 142	-17,0	-24,1	-10,9
	Sep	110 571	-5,4	120 763	2,0	-1,9	17,9	10 970	-17,3	-22,6	-12,8
	Oct	107 271	-5,8	120 846	1,9	-6,4	36,1	10 984	-14,0	-18,1	-10,6
	Nov	110 027	-3,5	121 892	-0,8	-11,0	36,4	10 727	-12,8	-16,7	-9,6
	Dic	110 737	-6,1	126 737	2,8	-10,9	52,3	9 780	-19,5	-16,5	-21,9
12	Ene	P 105 039	-5,3	125 115	6,0	-10,8	71,4	10 976	-10,2	-12,0	-8,9
	Feb	P 105 605	-8,3	127 200	5,6	-11,0	68,7	11 072	-10,0	-9,1	-10,7
	Mar	P 107 481	-10,1	127 744	4,7	-13,3	71,0	10 997	-10,3	-9,2	-11,1
	Abr	P 101 818	-12,8	124 358	4,1	-14,0	70,2	10 826	-10,5	-9,0	-11,6
	May	P 108 310	-7,2	121 734	-0,0	-17,8	64,9	10 513	-12,3	-9,1	-14,5

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

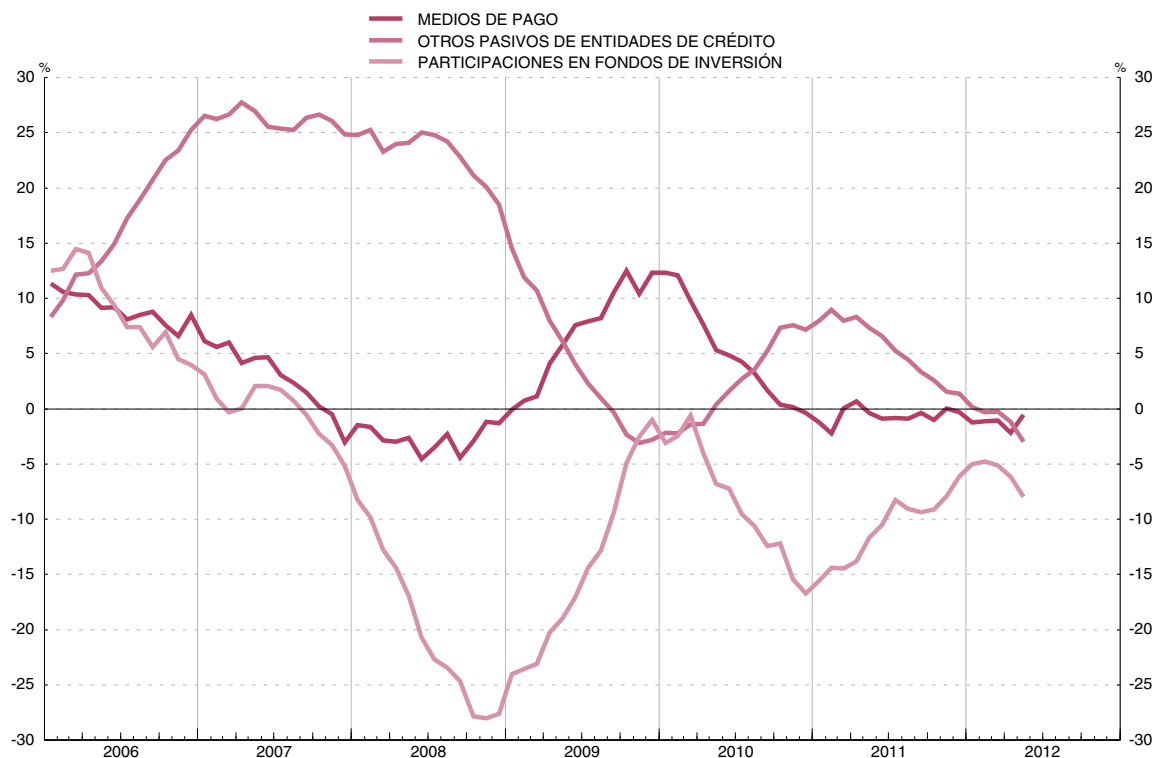
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
09	401 881	12,3	3,5	15,3	414 575	-2,8	-3,5	11,1	134 738	-1,0	1,1	-3,4
10	400 409	-0,4	0,2	-0,5	444 172	7,1	6,5	19,4	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
11	399 243	-0,3	-1,6	0,1	450 279	1,4	-0,3	28,8	105 377	-6,1	-9,6	-3,3
11 Feb	390 960	-2,2	0,1	-2,9	453 130	9,0	8,6	15,5	113 412	-14,4	-32,1	5,2
Mar	394 733	0,0	-0,7	0,3	452 625	8,0	7,5	15,3	113 040	-14,5	-30,1	1,9
Abr	395 397	0,7	-0,2	1,0	452 605	8,3	8,5	6,4	112 557	-13,8	-29,3	2,1
May	393 045	-0,4	-1,5	-0,1	453 770	7,4	7,7	2,2	111 452	-11,7	-27,1	3,9
Jun	403 265	-0,9	-1,8	-0,6	454 447	6,6	7,4	-5,2	109 900	-10,5	-22,5	0,8
Jul	401 322	-0,8	-2,2	-0,5	454 614	5,2	6,0	-5,6	110 002	-8,3	-17,8	0,1
Ago	393 599	-0,9	-2,2	-0,5	454 239	4,4	5,2	-7,0	108 644	-9,1	-16,7	-2,5
Sep	392 215	-0,4	-1,7	0,0	453 006	3,3	4,0	-6,4	106 968	-9,4	-15,1	-4,6
Oct	388 460	-1,0	-1,6	-0,8	453 036	2,6	2,4	5,5	107 106	-9,1	-13,9	-5,2
Nov	390 091	0,0	-1,3	0,4	449 200	1,5	0,6	16,6	104 603	-7,9	-12,4	-4,2
Dic	399 243	-0,3	-1,6	0,1	450 279	1,4	-0,3	28,8	105 377	-6,1	-9,6	-3,3
12 Ene	P 388 677	-1,3	-2,0	-1,0	449 885	0,1	-1,4	25,4	107 065	-5,0	-6,8	-3,6
Feb	P 386 481	-1,1	-2,1	-0,9	451 652	-0,3	-1,8	23,1	107 999	-4,8	-3,8	-5,5
Mar	P 390 406	-1,1	-1,5	-1,0	451 497	-0,2	-1,6	20,6	107 262	-5,1	-3,9	-6,0
Abr	P 386 724	-2,2	-2,0	-2,2	447 290	-1,2	-2,6	21,3	105 597	-6,2	-3,6	-8,0
May	P 390 835	-0,6	-0,5	-0,6	440 232	-3,0	-4,4	20,0	102 543	-8,0	-3,7	-11,0

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

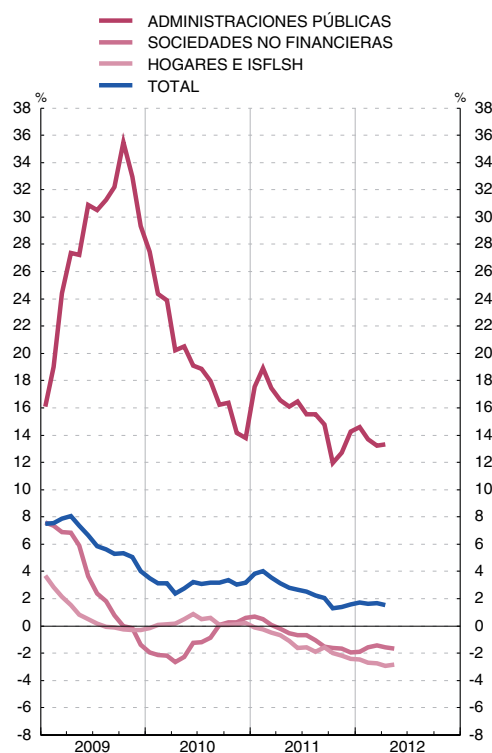
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

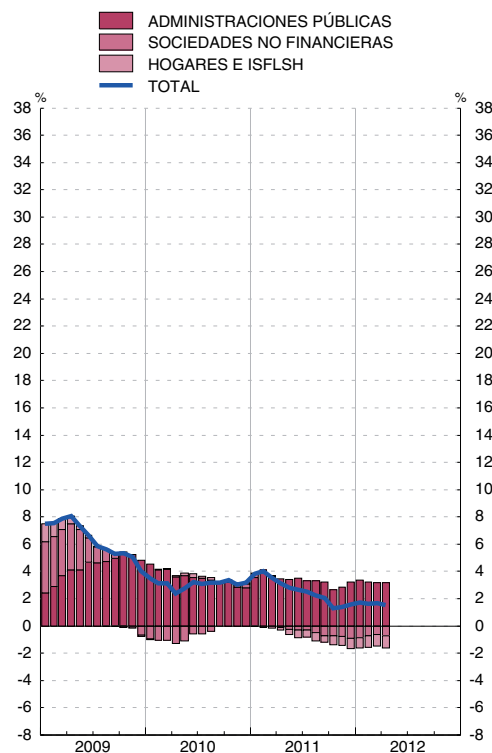
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	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	2 767 031	107 128	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	2 842 913	87 651	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	2 861 327	45 048	1,6	14,3	-2,1	-1,9	-2,4	-3,3	7,8	2,4	3,2	-1,6	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3
11 Feb	2 855 452	11 320	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	2 858 765	5 804	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	2 849 207	-7 531	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	2 850 842	1 756	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	2 866 048	23 410	2,7	16,4	-1,1	-0,7	-1,6	-2,0	4,9	3,0	3,5	-0,8	-0,3	-0,5	-1,3	0,1	0,4
Jul	2 853 858	-11 670	2,5	15,5	-1,0	-0,7	-1,6	-2,1	7,5	2,9	3,3	-0,8	-0,3	-0,5	-1,3	0,2	0,4
Ago	2 838 865	-14 697	2,2	15,5	-1,4	-1,1	-1,9	-2,5	7,0	2,7	3,3	-1,1	-0,5	-0,6	-1,6	0,1	0,3
Sep	2 851 789	14 534	2,0	14,8	-1,5	-1,5	-1,5	-2,6	7,1	2,6	3,2	-1,2	-0,7	-0,5	-1,7	0,2	0,3
Oct	2 842 020	-4 710	1,3	12,0	-1,8	-1,6	-2,0	-2,8	5,6	2,6	2,7	-1,4	-0,7	-0,6	-1,8	0,1	0,3
Nov	2 859 378	17 309	1,4	12,7	-1,9	-1,7	-2,2	-3,0	4,9	2,6	2,8	-1,4	-0,8	-0,7	-1,9	0,1	0,3
Dic	2 861 327	5 540	1,6	14,3	-2,1	-1,9	-2,4	-3,3	7,8	2,4	3,2	-1,6	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3
12 Ene	P 2 867 374	8 166	1,7	14,6	-2,1	-1,9	-2,5	-3,4	8,8	2,4	3,4	-1,6	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3
Feb	P 2 875 741	9 229	1,7	13,7	-2,0	-1,6	-2,7	-3,3	9,0	2,4	3,2	-1,6	-0,7	-0,8	-2,1	0,2	0,3
Mar	P 2 882 490	6 371	1,7	13,2	-2,0	-1,4	-2,7	-3,4	11,3	3,0	3,2	-1,5	-0,6	-0,9	-2,1	0,2	0,4
Abr	P 2 867 806	-11 321	1,5	13,3	-2,1	-1,6	-2,9	-3,5	8,4	2,6	3,2	-1,6	-0,7	-0,9	-2,1	0,2	0,3
May	P ...	...	...	...	-2,1	-1,7	-2,8	-3,5	7,2	3,1	...	...	...	...	...	...	...

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

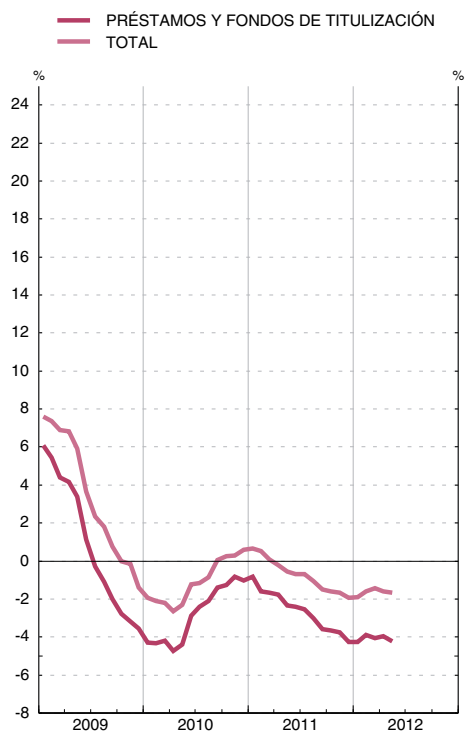
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

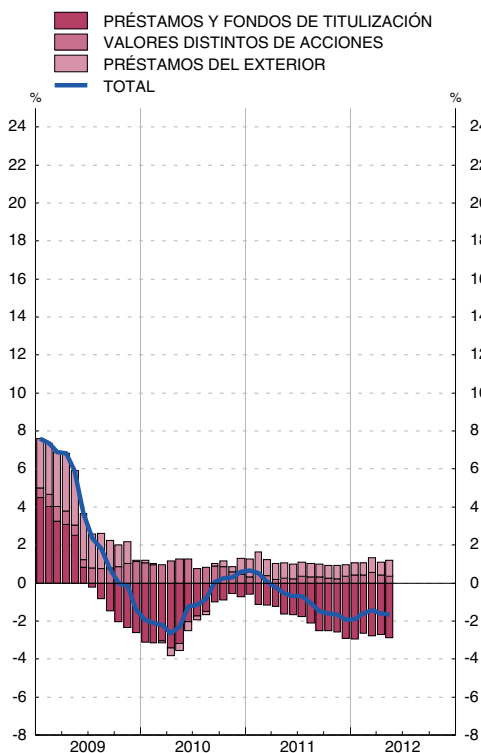
Millones de euros y porcentajes

	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	
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
09	1 298 607	-18 104	-1,4	914 902	-3,6	-2,6	54 618	40 095	36,3	1,1	329 086	0,4	0,1	1 256
10	1 301 631	7 481	0,6	895 918	-1,0	-0,7	60 414	46 895	10,6	0,4	345 298	3,3	0,8	1 581
11	1 255 406	-25 296	-1,9	840 887	-4,2	-2,9	65 108	50 867	7,8	0,4	349 411	2,3	0,6	1 332
11 Feb	1 292 718	-2 652	0,5	882 196	-1,6	-1,1	62 316	48 905	10,9	0,5	348 206	4,5	1,1	1 342
Mar	1 286 747	-4 212	0,1	879 967	-1,6	-1,2	62 247	48 655	9,0	0,4	344 533	3,2	0,8	1 317
Abr	1 284 330	-797	-0,2	876 254	-1,8	-1,2	62 754	48 869	4,2	0,2	345 322	3,2	0,8	1 454
May	1 280 538	-4 006	-0,6	871 252	-2,3	-1,6	64 020	49 798	5,4	0,3	345 266	3,1	0,8	1 431
Jun	1 272 851	-49	-0,7	865 216	-2,4	-1,7	63 129	48 915	4,9	0,2	344 506	2,9	0,8	1 427
Jul	1 272 835	136	-0,7	863 879	-2,5	-1,8	63 435	49 181	7,5	0,3	345 520	2,9	0,7	1 386
Ago	1 262 822	-9 969	-1,1	852 995	-3,0	-2,1	63 218	49 002	7,0	0,3	346 610	2,7	0,7	1 328
Sep	1 267 097	5 163	-1,5	852 340	-3,6	-2,5	64 020	49 802	7,1	0,3	350 737	2,5	0,7	1 212
Oct	1 262 970	482	-1,6	850 978	-3,6	-2,5	64 154	49 985	5,6	0,3	347 838	2,5	0,7	1 294
Nov	1 264 998	1 477	-1,7	849 929	-3,7	-2,6	64 517	50 363	4,9	0,2	350 551	2,6	0,7	1 275
Dic	1 255 406	-7 083	-1,9	840 887	-4,2	-2,9	65 108	50 867	7,8	0,4	349 411	2,3	0,6	1 332
12 Ene	P 1 250 594	-2 950	-1,9	835 814	-4,3	-2,9	65 466	51 080	8,8	0,4	349 315	2,4	0,6	1 325
Feb	P 1 251 326	1 282	-1,6	831 018	-3,9	-2,7	67 946	53 296	9,0	0,4	352 362	2,3	0,6	1 172
Mar	P 1 248 923	-2 064	-1,4	828 641	-4,1	-2,8	69 268	54 320	11,3	0,5	351 014	3,0	0,8	1 154
Abr	P 1 243 919	-2 794	-1,6	825 500	-4,0	-2,7	68 024	53 166	8,4	0,4	350 396	2,6	0,7	1 198
May	P 1 238 888	-5 117	-1,7	819 564	-4,2	-2,9	68 658	53 979	7,2	0,4	350 666	3,1	0,8	1 182

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.



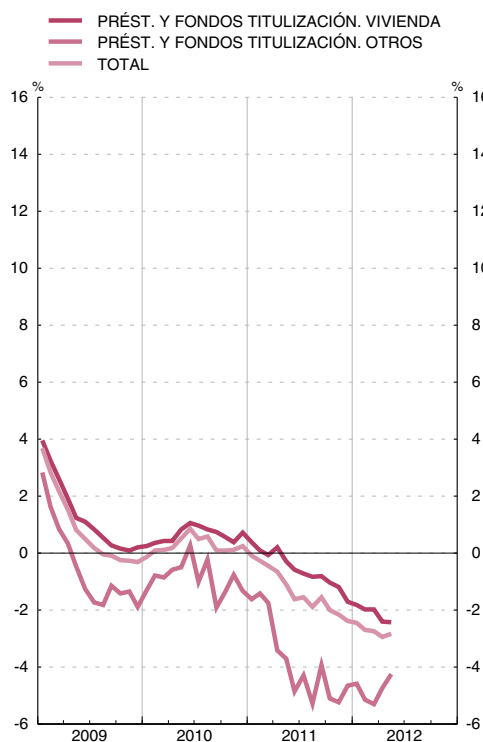
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

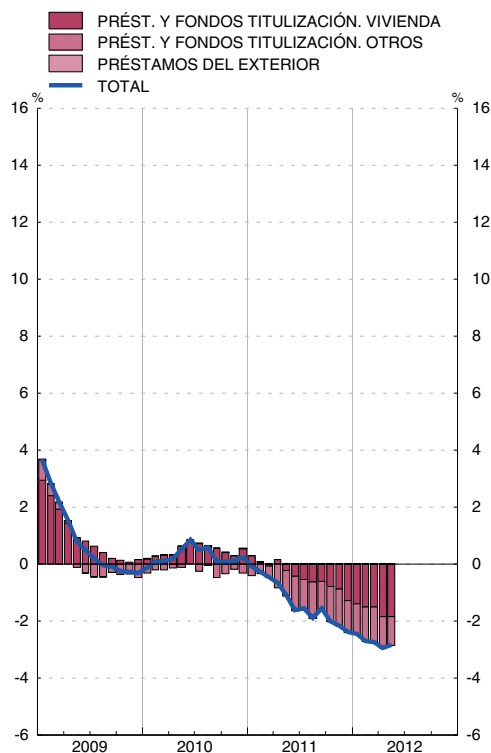
Millones de euros y porcentajes

	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
<b>09</b>	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
<b>10</b>	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
<b>11</b>	870 960	-21 481	-2,4	666 866	-1,7	-1,3	201 065	-4,7	-1,1	3 029	4,9	0,0	10 336	547
<b>11 Feb</b>	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
<b>Mar</b>	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
<b>Abr</b>	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
<b>May</b>	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
<b>Jun</b>	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
<b>Jul</b>	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
<b>Ago</b>	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
<b>Sep</b>	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
<b>Oct</b>	873 954	-3 220	-2,0	669 149	-1,0	-0,8	201 797	-5,1	-1,2	3 007	5,0	0,0	15 305	610
<b>Nov</b>	877 624	4 173	-2,2	667 909	-1,2	-0,9	206 696	-5,2	-1,3	3 020	4,7	0,0	15 250	570
<b>Dic</b>	870 960	-5 583	-2,4	666 866	-1,7	-1,3	201 065	-4,7	-1,1	3 029	4,9	0,0	10 336	547
<b>12 Ene</b>	P 866 089	-4 614	-2,5	663 730	-1,8	-1,4	199 318	-4,6	-1,1	3 041	4,9	0,0	10 245	497
<b>Feb</b>	P 861 358	-4 419	-2,7	660 918	-2,0	-1,5	197 389	-5,1	-1,2	3 051	5,3	0,0	10 194	450
<b>Mar</b>	P 859 018	-3 058	-2,7	659 691	-2,0	-1,5	196 268	-5,3	-1,3	3 059	4,7	0,0	10 089	428
<b>Abr</b>	P 855 852	-2 013	-2,9	658 676	-2,4	-1,8	194 113	-4,7	-1,1	3 063	4,9	0,0	10 117	357
<b>May</b>	P 854 616	-950	-2,8	656 818	-2,4	-1,9	194 723	-4,2	-1,0	3 075	4,7	0,0	10 004	287

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.

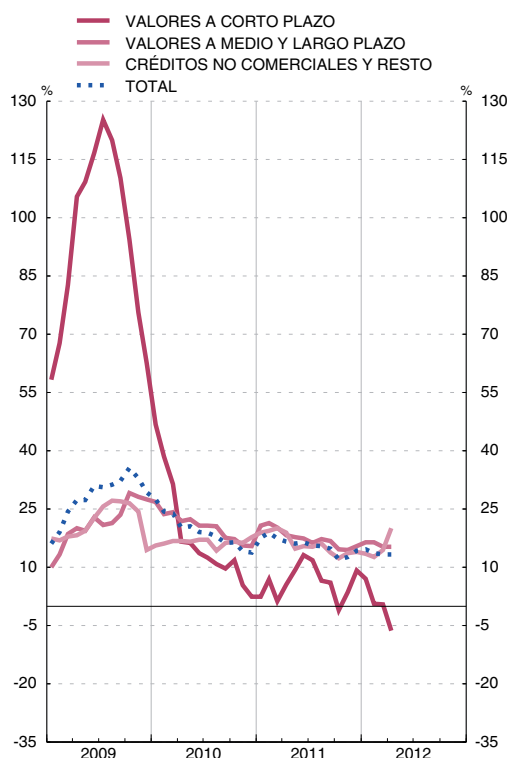
## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

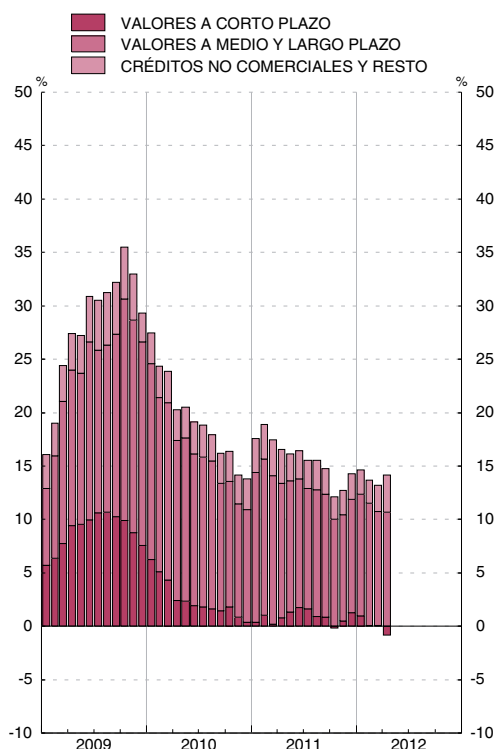
Millones de euros y porcentajes

	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
<b>08</b>	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
<b>09</b>	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
<b>10</b>	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
<b>11</b>	P 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
<b>10 Nov</b>	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
<b>Dic</b>	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
<b>11 Ene</b>	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
<b>Feb</b>	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
<b>Mar</b>	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
<b>Abr</b>	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
<b>May</b>	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
<b>Jun</b>	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
<b>Jul</b>	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
<b>Ago</b>	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
<b>Sep</b>	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
<b>Oct</b>	P 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
<b>Nov</b>	P 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
<b>Dic</b>	P 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
<b>12 Ene</b>	A 750 691	15 730	14,6	94 128	-2 026	7,1	1,0	530 561	16 865	16,4	11,4	126 002	891	13,4	2,3
<b>Feb</b>	A 763 058	12 367	13,7	89 675	-4 453	0,5	0,1	545 318	14 757	16,4	11,5	128 065	2 063	12,7	2,1
<b>Mar</b>	A 774 549	11 492	13,2	86 008	-3 666	0,4	0,1	554 384	9 066	15,2	10,7	134 157	6 092	14,4	2,5
<b>Abr</b>	A 768 035	-6 514	13,3	80 440	-5 568	-6,3	-0,8	548 956	-5 428	15,2	10,7	138 639	4 482	20,1	3,4

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

b. Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

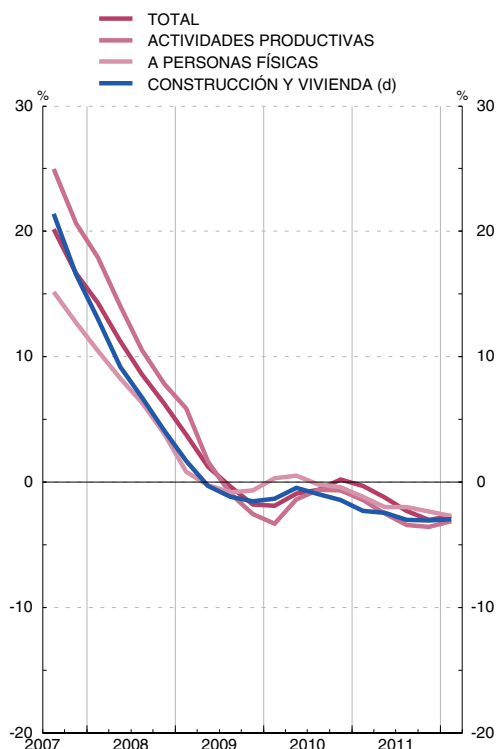
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

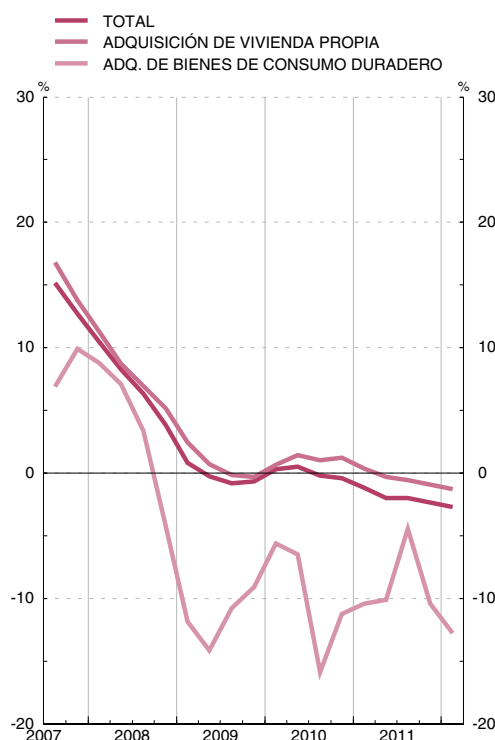
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Finan- ciación a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clas- ficar	Pro me- joría: construc- ción y vivienda (d)	
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)				
						Del cual	Servicios inmobili- arios								
															Total
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	1 097 988
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
11	1 782 555	943 784	21 763	143 235	98 510	680 277	298 294	793 636	656 452	626 550	37 686	99 498	7 000	38 134	1 053 256
07 /V	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507
08 /	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519
II	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062
III	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765
IV	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
09 /	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231
II	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917
III	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918
IV	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 097 988
10 /	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 474	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758
II	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436
III	1 837 278	991 374	23 456	152 031	121 514	694 374	320 090	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 444	1 100 836
IV	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099
11 /	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
II	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
III	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
IV	1 782 555	943 784	21 763	143 235	98 510	680 277	298 294	793 636	656 452	626 550	37 686	99 498	7 000	38 134	1 053 256
12 /	1 768 454	935 176	21 416	139 850	96 193	677 716	295 696	782 441	649 602	620 182	35 835	97 004	6 643	44 193	1 041 492

CRÉDITO POR FINALIDADES  
Tasas de variación interanual (c)



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS  
Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

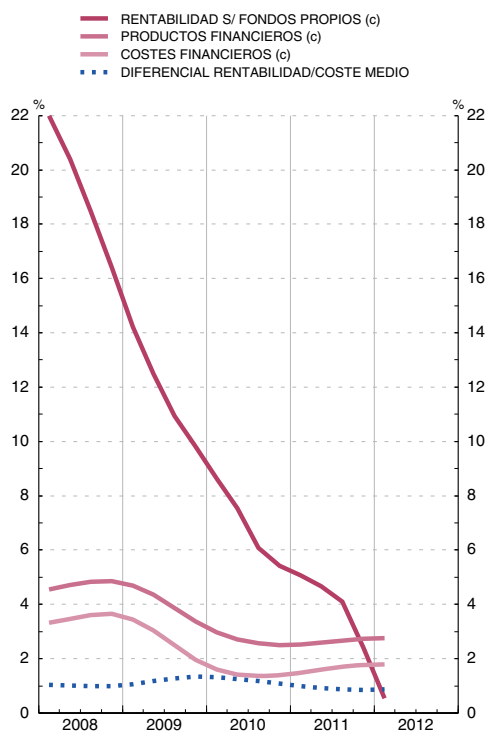
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPÓSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

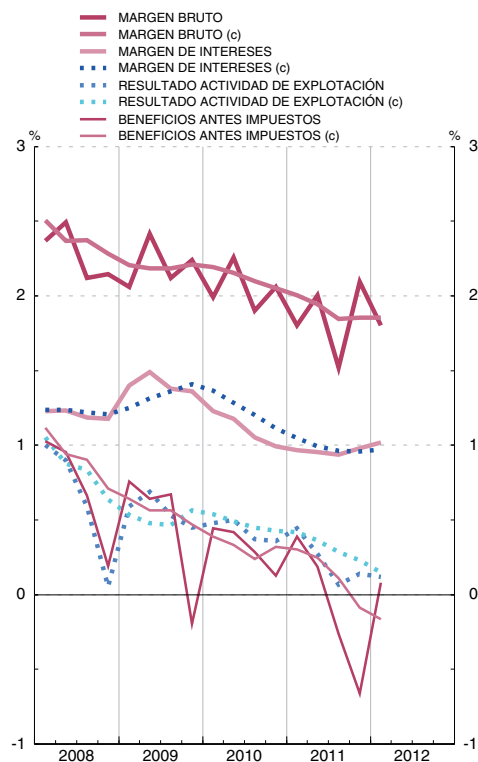
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje			
	Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros pto. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)
	1	2	3	4	5	6	De personal	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>09</b>	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3
<b>10</b>	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1
<b>11</b>	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
<b>09 //</b>	3,5	2,1	1,5	0,9	2,4	0,9	0,6	0,8	0,7	0,2	0,6	10,0	4,7	3,5	1,2
<b>///</b>	3,0	1,6	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,6	0,5	0,3	0,7	9,9	4,2	2,9	1,3
<b>IV</b>	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3
<b>10 /</b>	2,5	1,3	1,2	0,8	2,0	0,9	0,6	0,6	0,5	0,1	0,4	6,6	3,2	1,9	1,3
<b>//</b>	2,5	1,3	1,2	1,1	2,3	0,9	0,6	0,8	0,5	0,2	0,4	5,7	2,9	1,6	1,3
<b>///</b>	2,5	1,4	1,1	0,9	1,9	0,9	0,6	0,6	0,4	0,2	0,3	4,0	2,7	1,6	1,2
<b>IV</b>	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1
<b>11 /</b>	2,6	1,6	1,0	0,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4	0,1	0,4	5,2	2,7	1,7	1,0
<b>//</b>	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
<b>///</b>	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
<b>IV</b>	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
<b>12 /</b>	2,7	1,7	1,0	0,8	1,8	0,9	0,5	0,8	0,1	0,2	0,1	-2,3	3,0	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.

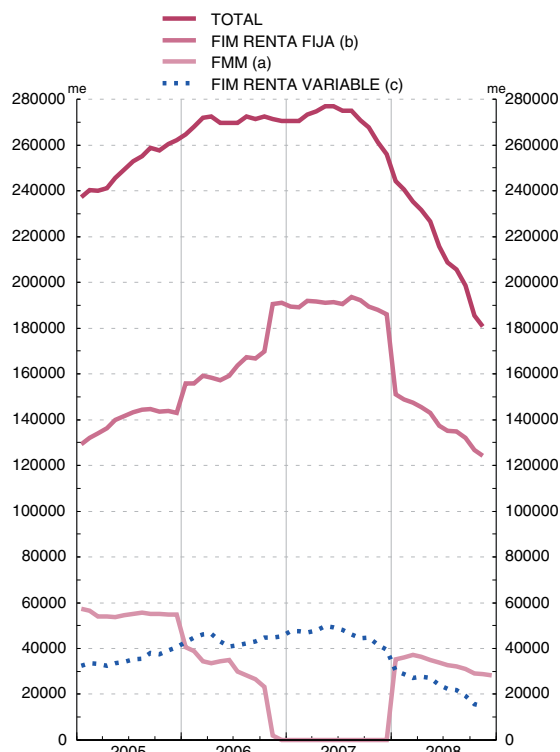
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

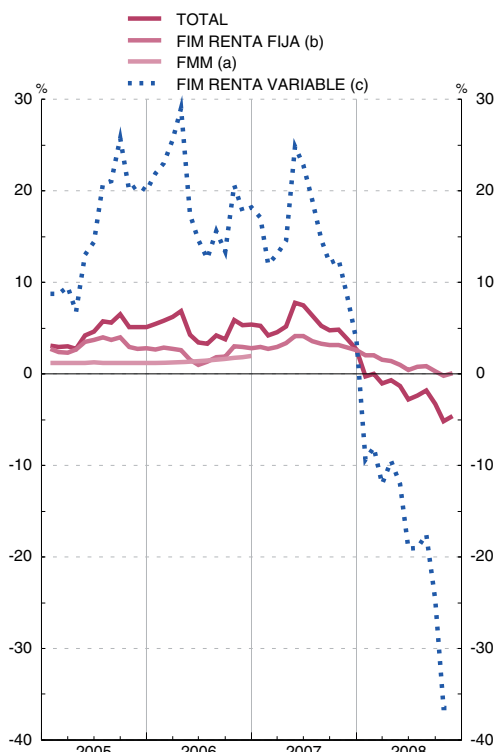
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
<b>05</b>	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>07 Ago</b>	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
<b>Sep</b>	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
<b>Oct</b>	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
<b>Nov</b>	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
<b>Dic</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>08 Ene</b>	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
<b>Feb</b>	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
<b>Mar</b>	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
<b>Abr</b>	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
<b>May</b>	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
<b>Jun</b>	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
<b>Jul</b>	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
<b>Ago</b>	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
<b>Sep</b>	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
<b>Oct</b>	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
<b>Nov</b>	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

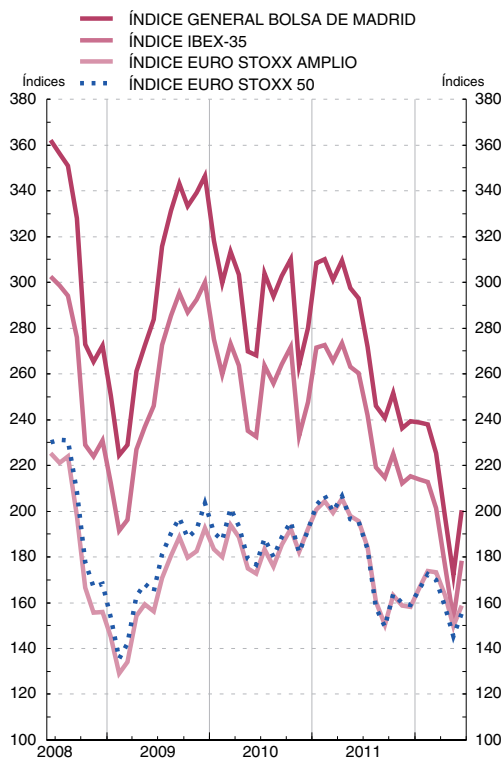
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

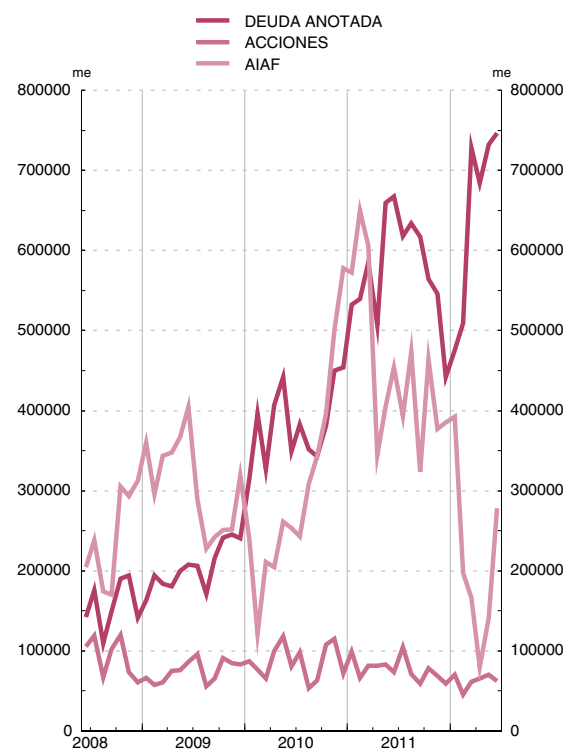
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10	1 053,39	10 203,05	262,35	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	A 759,21	7 525,96	234,30	2 348,27	375 088	31 765	3 875 212	1 254 648	-	17 868	-	2 850
11 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	61 373	5 458	727 917	166 605	...	4 527	...	441
Abr	707,48	7 011,00	233,02	2 306,43	65 798	5 699	683 752	79 682	...	1 710	...	587
May	717,23	6 089,80	213,87	2 118,94	70 119	6 897	732 309	140 899	...	2 419	...	626
Jun	P 718,49	7 102,20	226,42	2 264,72	62 049	3 875	746 717	277 867	...	4 246	...	566

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)

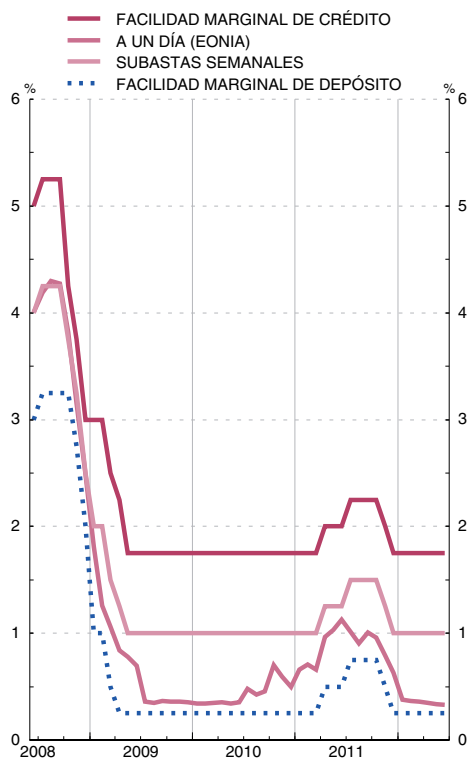
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

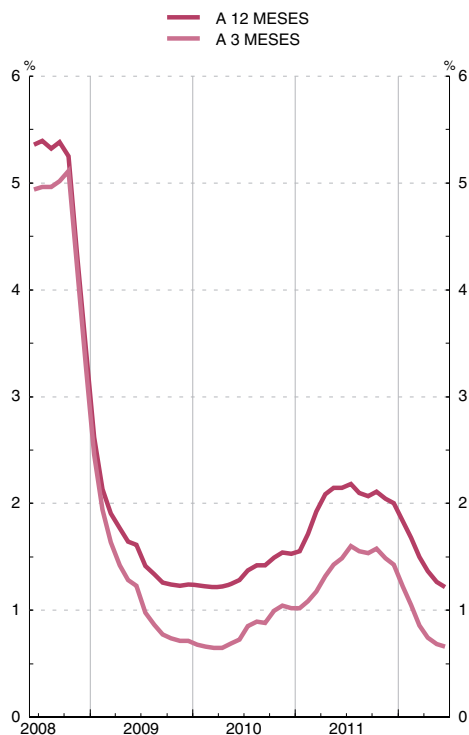
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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	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	A	1,00	1,00	1,75	0,25	0,353	0,52	0,87	1,16	1,48	0,34	0,72	1,06	-	1,72	0,24	0,35	0,60
11 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	-
Abr	1,00	1,00	1,75	0,25	0,345	0,41	0,74	1,04	1,37	0,31	0,48	-	-	-	0,20	0,21	0,45	-
May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,337	0,39	0,68	0,97	1,27	0,34	0,54	-	-	-	0,25	0,32	0,61	-
Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,332	0,38	0,66	0,94	1,22	0,41	0,83	-	-	-	0,32	0,77	0,93	-

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

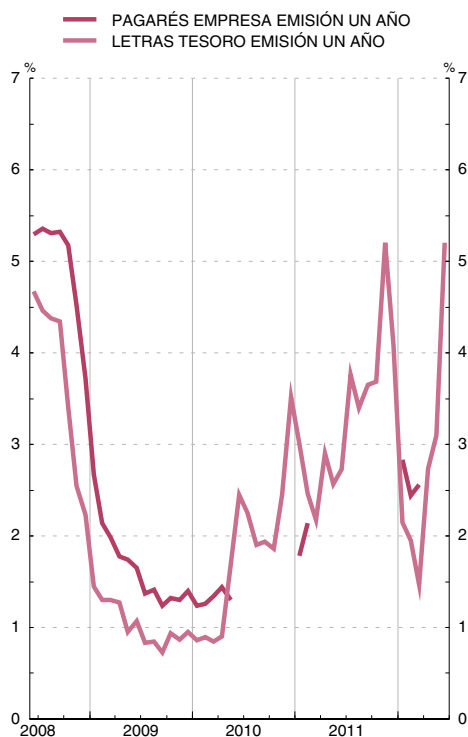
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

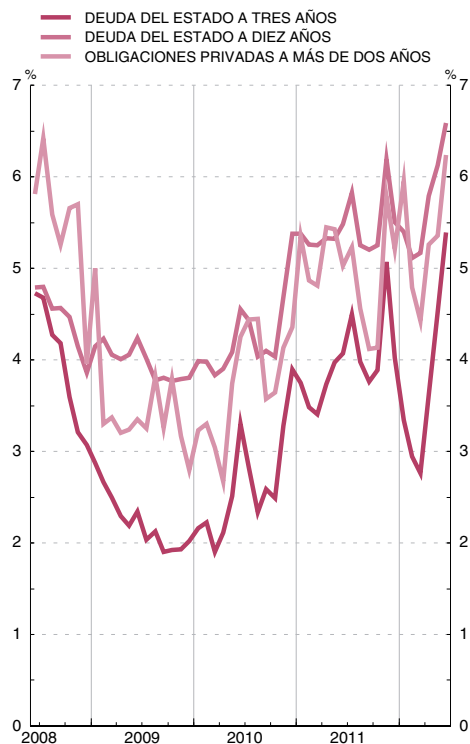
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	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 2,76	2,50	2,61	3,27	3,90	4,58	5,57	-	-	3,76	5,70	5,34	
11 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	
Abr	2,74	2,42	-	3,08	3,52	4,37	5,78	-	-	3,62	5,79	5,26	
May	3,10	3,27	-	3,05	5,13	4,98	-	-	-	4,52	6,13	5,36	
Jun	5,20	4,18	-	3,18	5,51	6,20	6,12	-	-	5,39	6,59	6,24	

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).



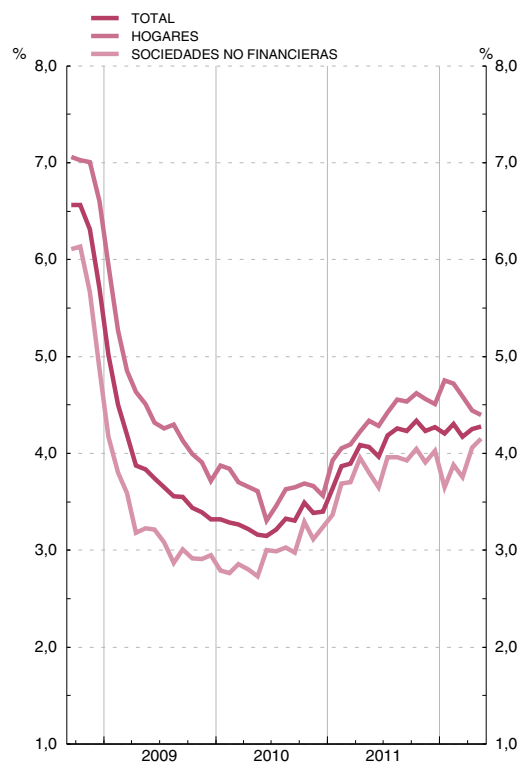
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)

■ Serie representada gráficamente.

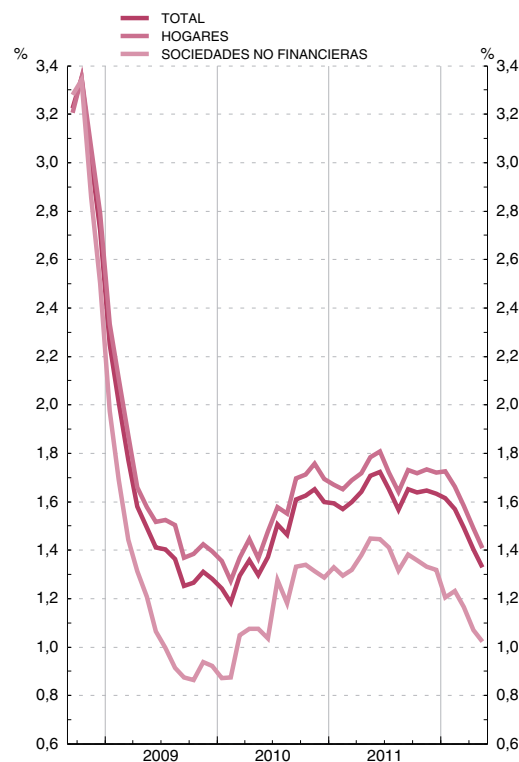
Porcentajes

		Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)								
		Tipo sinté- tico (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sinté- tico (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
			Tipo sinté- tico	Vi- vienda	Consumo y otros fines (e) 4	Tipo sinté- tico	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón de euros (c) 7		Tipo sinté- tico	A la vista y prea- viso	Depósi- tos a plazo	Cesio- nes tempo- rales	Tipo sinté- tico	A la vista	Depósi- tos a plazo	Cesio- nes tempo- rales
		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	5,39	3,51	1,63	1,72	0,28	2,79	0,86	1,32	0,61	2,13	1,00
12	A	4,27	4,40	3,47	7,46	4,15	5,56	3,60	1,33	1,41	0,26	2,26	0,64	1,02	0,51	1,69	0,48
10	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	5,39	3,51	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	7,86	3,65	5,52	2,96	1,61	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
	Mar	4,17	4,59	3,74	7,41	3,75	5,49	2,96	1,49	1,58	0,28	2,53	0,39	1,16	0,56	1,88	0,51
	Abr	4,25	4,44	3,53	7,48	4,06	5,82	3,21	1,40	1,49	0,27	2,37	0,58	1,07	0,54	1,68	0,60
	May	4,27	4,40	3,47	7,46	4,15	5,56	3,60	1,33	1,41	0,26	2,26	0,64	1,02	0,51	1,69	0,48

#### 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.

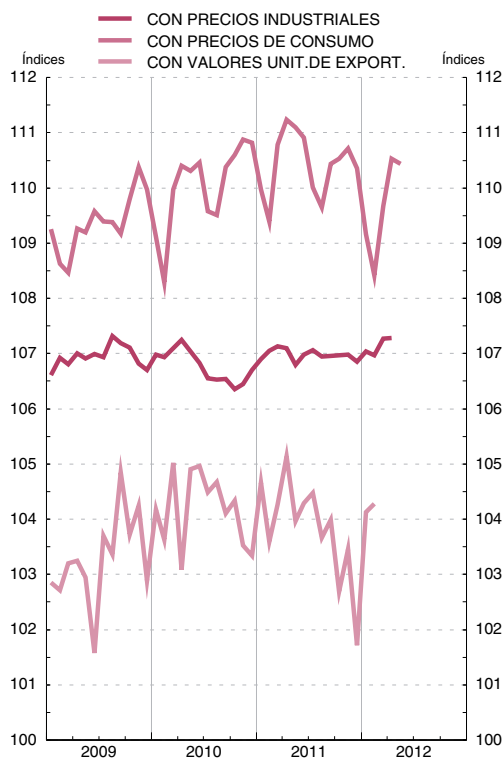
Base 1999 I = 100

	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					
09	107,5	110,5	112,4	102,2	102,6	104,7	107,6	109,5	99,6	106,9	109,4	111,7	111,3	103,3
10	106,8	110,0	109,1	102,4	101,9	104,8	108,0	107,2	100,5	106,8	110,0	109,4	112,5	104,2
11	106,8	110,2	106,0	101,9	101,9	104,9	108,2	104,1	100,0	107,0	110,4	106,3	111,0	103,8
10 II	107,0	110,4	109,6	102,4	101,8	105,1	108,4	107,7	100,6	107,0	110,4	109,9	111,9	104,3
III	106,3	109,5	108,9	102,6	101,6	104,6	107,7	107,2	100,9	106,5	109,8	109,4	113,9	104,4
IV	106,4	110,6	108,3	102,0	101,8	104,6	108,7	106,4	100,2	106,5	110,8	108,6	114,8	103,7
11 I	106,7	109,5	107,2	102,3	101,6	105,1	107,8	105,5	100,7	107,0	110,1	107,7	108,4	104,2
II	106,8	110,9	106,8	102,4	101,8	104,9	108,8	104,9	100,6	107,0	111,1	107,0	110,4	104,5
III	106,9	109,9	106,2	102,1	102,0	104,8	107,8	104,1	100,1	107,0	110,0	106,3	112,1	104,0
IV	106,9	110,6	104,0	100,8	102,1	104,6	108,3	101,9	98,7	106,9	110,5	104,1	112,9	102,6
12 I	106,7	108,6	102,7	...	101,7	104,9	106,8	101,0	...	107,1	109,1	103,2	109,2	...
11 Sep	106,9	110,5	106,2	102,0	102,1	104,7	108,2	104,1	99,9	107,0	110,4	106,3	112,1	104,0
Oct	107,0	110,7	...	100,9	102,2	104,7	108,3	...	98,7	107,0	110,5	...	...	102,7
Nov	106,9	110,8	...	101,6	102,2	104,7	108,4	...	99,5	107,0	110,7	...	...	103,5
Dic	106,7	110,3	104,0	99,8	102,0	104,5	108,1	101,9	97,8	106,9	110,4	104,1	112,9	101,7
12 Ene	106,7	108,8	...	101,9	101,8	104,8	106,8	...	100,1	107,0	109,2	...	...	104,1
Feb	106,5	107,9	...	102,2	101,7	104,8	106,1	...	100,5	107,0	108,4	...	...	104,3
Mar	106,8	109,2	102,7	...	101,6	105,0	107,4	101,0	...	107,3	109,7	103,2	109,2	...
Abr	106,7	109,9	...	...	101,6	105,0	108,2	...	...	107,3	110,5	...	...	...
May	...	109,7	...	...	101,5	...	108,1	...	...	...	110,4	...	...	...
Jun	...	...	...	...	101,5	...	...	...	...	...	...	...	...	...

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.

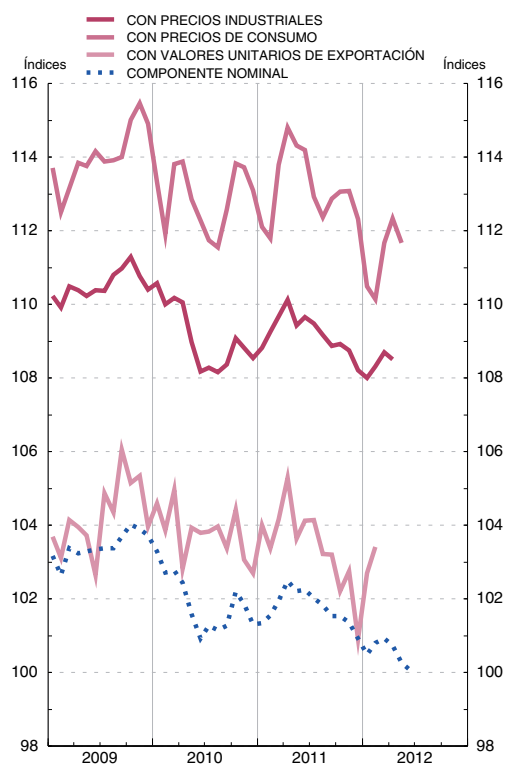
## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

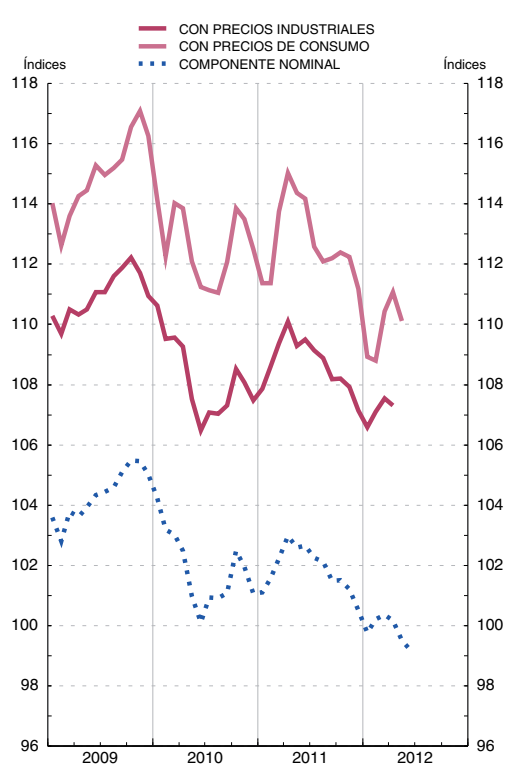
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactu- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactu- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones	Con precios industria- les	Con precios consumo		Con precios industria- les	Con precios consumo
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		12	13
	■	■		■	■					■	■	■		
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	117,2	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	114,8	103,4	101,7	107,3	111,2	112,8	101,6	108,7	112,7	101,8	106,7	110,7
10 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	112,0	103,9	101,6	107,5	110,8	110,3	102,2	108,6	112,2	101,6	106,9	110,4
II	109,7	114,4	114,9	104,3	102,3	107,3	111,9	112,3	102,0	109,6	114,5	102,7	106,7	111,5
III	109,2	112,7	115,9	103,5	101,8	107,3	110,7	113,9	101,7	108,7	112,3	102,0	106,7	110,1
IV	108,6	112,8	116,3	101,9	101,3	107,3	111,4	114,8	100,7	107,8	111,9	101,1	106,6	110,8
12 I	108,3	110,8	112,0	...	100,7	107,5	110,0	111,2	...	107,1	109,4	100,1	107,0	109,3
11 Sep	108,9	112,9	115,9	103,2	101,5	107,2	111,2	113,9	101,6	108,2	112,2	101,5	106,6	110,6
Oct	108,9	113,1	...	102,2	101,5	107,3	111,4	...	100,7	108,2	112,4	101,5	106,6	110,7
Nov	108,8	113,1	...	102,7	101,4	107,3	111,6	...	101,4	107,9	112,2	101,2	106,7	110,9
Dic	108,2	112,3	116,3	100,9	100,9	107,2	111,3	114,8	100,0	107,1	111,2	100,5	106,6	110,6
12 Ene	108,0	110,5	...	102,7	100,5	107,5	110,0	...	102,2	106,6	108,9	99,8	106,8	109,2
Feb	108,3	110,1	...	103,4	100,8	107,5	109,3	...	102,6	107,1	108,8	100,2	106,9	108,6
Mar	108,7	111,7	112,0	...	100,9	107,7	110,7	111,2	...	107,5	110,4	100,4	107,2	110,0
Abr	108,5	112,3	...	...	100,7	107,7	111,5	...	...	107,3	111,1	100,2	107,1	110,9
May	...	111,7	...	...	100,3	...	111,4	...	...	...	110,1	99,5	...	110,7
Jun	...	...	...	...	100,0	...	...	...	...	...	...	99,2	...	...

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.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en [http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat\\_publ.pdf](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](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](mailto: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 <sub>j</sub> <sup>i</sup>	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m <sub>j</sub>	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.