

# BOLETÍN ECONÓMICO

07-08/2013

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema



## ÍNDICE

<b>Informe trimestral de la economía española</b>	
1 Rasgos básicos	3
2 Entorno exterior del área del euro	10
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	18
4 La economía española	34
5 Evolución financiera	53
La variación en la sensibilidad cíclica de la inflación española: una primera aproximación	69
La evolución de la deuda pública en España desde el inicio de la crisis	77
Ajuste de los desequilibrios macroeconómicos en la UEM	97
La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis	115
El nuevo reto en Macroeconomía: la modelización y la medición de expectativas	125
Calificaciones soberanas y programas del FMI	133
Las sociedades de tasación. Actividad y resultados en 2012	147
Regulación financiera: segundo trimestre de 2013	163
 Indicadores económicos	1*
 Publicaciones del Banco de España	63*
 Siglas, abreviaturas y signos utilizados	64*

## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### 1 RASGOS BÁSICOS

Durante el segundo trimestre de 2013, la economía española moderó significativamente el ritmo de contracción de la actividad, por segundo trimestre consecutivo, tras el pronunciado descenso que experimentó en los meses finales de 2012. Según la información disponible, todavía incompleta, se estima que el PIB disminuyó un 0,1 % en tasa intertrimestral (–0,5 % en el período enero-marzo), lo que situaría su tasa interanual en el –1,8 %. La atenuación del descenso del producto se apoyó en la fortaleza de la demanda exterior neta, que, impulsada por el dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios, contribuyó en 0,4 puntos porcentuales (pp) a la tasa intertrimestral del PIB. La demanda interna suavizó muy ligeramente su pauta de disminución (–0,6 %, frente a un –0,7 % tres meses antes), en un contexto en el que el gasto de los hogares y de las empresas siguió estando influido por unas condiciones financieras adversas, la necesidad de continuar avanzando en el desendeudamiento y los efectos directos e indirectos del proceso de consolidación fiscal.

El empleo moderó su ritmo de descenso, más allá de lo atribuible a las contrataciones estacionales de los meses previos a la temporada estival, estimándose un retroceso interanual de la ocupación en términos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 4 % (–4,5 % en el período enero-marzo). A su vez, los costes laborales habrían prolongado la trayectoria de moderación que se había afianzado en el primer trimestre. El efecto conjunto de este comportamiento salarial con la evolución de la productividad habría determinado una significativa reducción de los costes laborales unitarios (en torno al 3 % en tasa interanual), que refleja, no obstante, una ligera contención en su pauta de ajuste. También la inflación, aproximada por la variación del índice de precios de consumo, se desaceleró en el segundo trimestre, mostrando un comportamiento relativamente volátil, fruto del impacto de los componentes más erráticos del índice (precios de los alimentos y, sobre todo, productos energéticos). La tasa interanual del IPC se situó en junio en el 2,1 % (1,7 % en el promedio del trimestre), nivel desde el que es previsible que descienda de manera significativa en lo que resta de ejercicio, una vez que vayan desapareciendo de la tasa interanual los efectos de las subidas de la imposición indirecta y de precios regulados que se adoptaron en la segunda mitad del año pasado. De confirmarse esta previsión, el diferencial de inflación con la UEM retomaría asimismo una senda descendente desde el nivel de 0,6 pp que registró en junio.

En el ámbito de las políticas económicas, el Gobierno aprobó una serie de medidas tributarias<sup>1</sup>, anunció una nueva fase del mecanismo de financiación para el pago a proveedores de las CCAA y las CCLL, con el objetivo de agilizar la reducción de la morosidad<sup>2</sup>, aprobó el Proyecto de Ley de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal<sup>3</sup>, puso en marcha la reforma eléctrica<sup>4</sup> y presentó el informe elaborado por la Comisión para la reforma de las AAPP. La mayoría de estas medidas figuraban en la última Actualización del Programa de Estabilidad o en el Plan Nacional de Reformas —que fijan la estrategia

1 Real Decreto Ley 7/2013, de 28 de junio, de medidas urgentes de naturaleza tributaria, presupuestaria y de fomento de la investigación, el desarrollo y la innovación; y Proyecto de Ley por el que se establecen determinadas medidas en materia de fiscalidad medioambiental y se adoptan otras medidas tributarias y financieras.

2 Real Decreto Ley 8/2013, de 28 de junio, de medidas urgentes contra la morosidad de las Administraciones Públicas y de apoyo a entidades locales con problemas financieros.

3 El Consejo de Ministros de 28 de junio aprobó la remisión a las Cortes Generales del Proyecto de Ley Orgánica de Creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal.

4 Real Decreto Ley 9/2013, de 12 de julio, por el que se adoptan medidas urgentes para garantizar la estabilidad financiera del sistema eléctrico.

	2011	2012	2012				2013				
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR			
<b>Contabilidad Nacional</b>											
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria											
Producto interior bruto	0,4	-1,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,8	-0,5	-0,1			
Consumo privado	-1,0	-2,1	0,5	-1,1	-0,5	-2,0	-0,4	-0,4			
Formación bruta de capital	-5,5	-8,7	-1,8	-3,1	-1,3	-3,9	-1,0	-0,9			
Demanda interna	-1,9	-3,9	-0,3	-1,3	-1,1	-2,0	-0,7	-0,6			
Exportaciones	7,6	3,1	-2,6	1,8	5,1	-0,9	-1,3	1,2			
Importaciones	-0,9	-5,0	-2,0	-1,3	2,7	-4,8	-1,7	-0,2			
Contribución de la demanda exterior neta (b)	2,3	2,5	-0,1	1,0	0,8	1,2	0,1	0,4			
Tasas de variación interanual											
PIB	0,4	-1,4	-0,7	-1,4	-1,6	-1,9	-2,0	-1,8			
Empleo	-1,7	-4,4	-3,7	-4,7	-4,6	-4,7	-4,5	-4,0			
Deflactor del PIB	1,0	0,1	0,2	0,1	0,5	-0,2	0,9	1,2			
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)											
IPC	3,2	2,4	1,9	1,9	3,4	2,9	2,4	2,1			
IPSEBENE	1,7	1,6	1,2	1,3	2,1	2,1	2,3	2,0			
IAPC	3,1	2,4	1,8	1,8	3,5	3,0	2,6	2,2			
Diferencial del IAPC frente al área del euro	0,3	-0,1	-0,9	-0,6	0,9	0,8	0,9	0,6			

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Información disponible hasta el día 19 de julio de 2013.

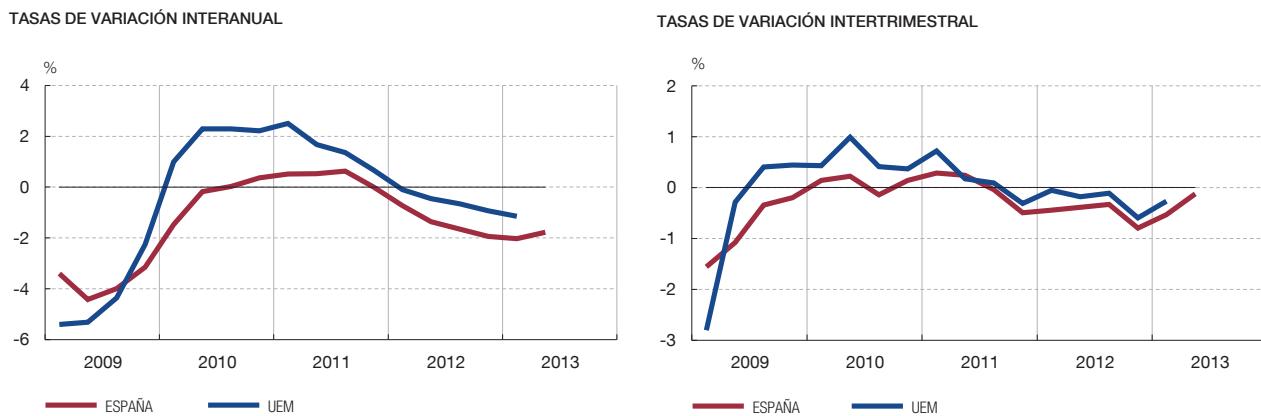
b. Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

de política fiscal y de reforma estructural del Gobierno—, aprobados a finales de abril, en cumplimiento de los compromisos asumidos en el marco del Semestre Europeo.

En el panorama económico internacional, el trimestre se caracterizó por un dinamismo de la actividad inferior al que se había previsto a principios del año, con algunas salvedades (Japón y, en menor medida, Estados Unidos), que propició una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2013 y la interrupción, a partir de mayo, de la tendencia positiva que habían experimentado los mercados financieros desde finales del año pasado. En particular, se observó un repunte significativo de la volatilidad y caídas de las cotizaciones en los principales mercados bursátiles e incrementos en los tipos de interés a largo plazo de la deuda soberana. Los precios de las materias primas se desaceleraron a lo largo del trimestre y las tasas de inflación, en general, permanecieron en niveles reducidos.

En la zona del euro, el incremento de las tensiones financieras fue más patente por la confluencia de un conjunto de factores. Además del cambio en la percepción del tono de la política monetaria en Estados Unidos que siguió al anuncio por parte de la Reserva Federal en su reunión de junio de su propósito de ralentizar el ritmo de compra de activos en la segunda mitad del año, se reavivaron diversos focos de tensión de índole principalmente política en algunos de los países vulnerables del área (Chipre, Portugal y Grecia, principalmente) y se pusieron de manifiesto las dificultades que comporta el proceso de construcción de la unión bancaria, a pesar de los últimos avances (véase recuadro 3, en este mismo Boletín).

Con todo, la actividad del área del euro mejoró levemente en el segundo trimestre, de modo que la mayoría de estimaciones disponibles anticipan la superación de la fase de contracción que habría durado seis trimestres consecutivos, si bien las perspectivas para lo que



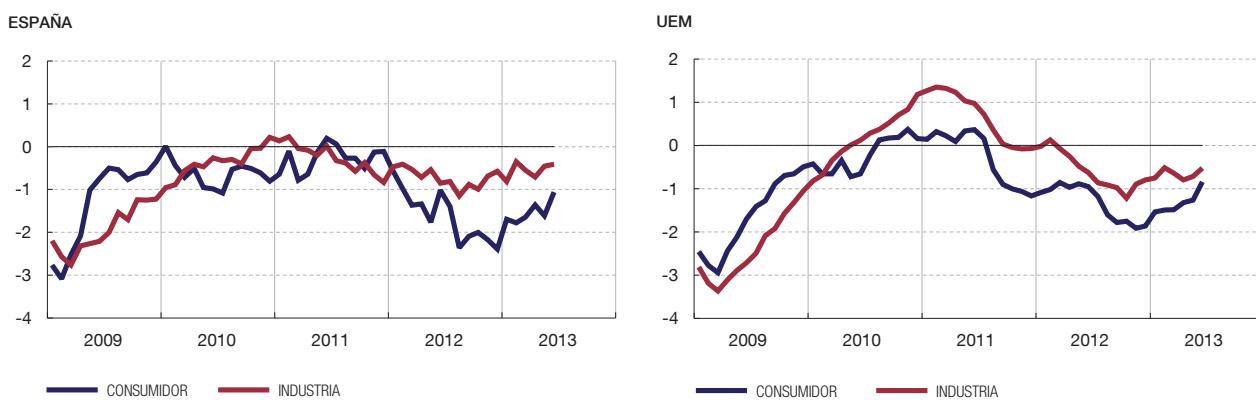
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

resta de ejercicio siguen apuntando a una recuperación muy moderada, que no está exenta de riesgos. A su vez, la inflación siguió una trayectoria descendente, hasta alcanzar una tasa interanual del 1,6 % en junio (1,3 % en términos de la inflación subyacente), que cabe prever continúe en los próximos meses, de modo que la UEM consolide tasas de inflación en niveles significativamente por debajo del 2 %.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de mayo, relajar el tono de la política monetaria, reduciendo en 0,25 pp tanto el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (hasta el 0,5 %) como el de la facilidad marginal de crédito (hasta el 1 %), así como estrechar el corredor delimitado por este último y el tipo de interés de la facilidad de depósito, que se mantuvo en 0. En el ámbito de las medidas no convencionales, el Consejo anunció que mantendría el suministro de liquidez a tipo fijo por el tiempo que fuese necesario —como mínimo, hasta mediados de 2014— y que, en colaboración con otras instituciones europeas, comenzaría a estudiar medidas para promover el mercado de activos respaldados con crédito a las pymes, con las que combatir la fragmentación financiera que persiste en la zona del euro. Finalmente, ante el endurecimiento de las condiciones financieras que se observó en la segunda mitad del trimestre, el Consejo decidió en julio reforzar su política de comunicación e introducir indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), haciendo explícita su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles actuales o más reducidos durante un período de tiempo prolongado.

En cuanto al resto de políticas económicas, el ECOFIN, en su reunión del 21 de junio, tras revisar los programas de estabilidad y las notificaciones del procedimiento de déficit excesivo, acordó una extensión de los plazos exigidos para situar el déficit público por debajo del 3 % del PIB para aquellas economías que se enfrentan a un mayor deterioro de la situación macroeconómica (España, Francia, Eslovenia, Portugal y Holanda). En el caso de España, la extensión del plazo fue de dos años (hasta 2016) y comportó una relajación del objetivo presupuestario para 2013, desde el 4,5 % anterior al 6,5 % del PIB según la senda revisada. Para 2014-2016, los nuevos objetivos de déficit se sitúan en el 5,8 %, 4,2 % y 2,8 % del PIB, respectivamente. El Semestre Europeo concluyó con las recomendaciones de política económica y fiscal elaboradas por la Comisión Europea para los países de la UE no sujetos a programa, tras la revisión de los progresos realizados y los planes presupuestarios y de reforma estructural anunciados (en el recuadro 4 se resumen las recomendaciones para España).



FUENTE: Comisión Europea.

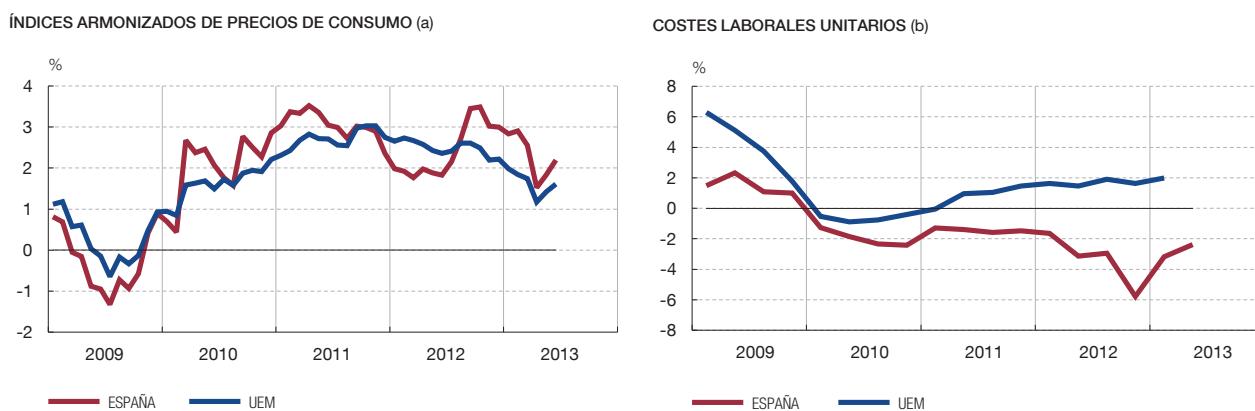
a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

En España, el aumento de la inestabilidad en los mercados financieros a partir de la segunda mitad de mayo provocó incrementos en las rentabilidades de la deuda pública española y en sus diferenciales respecto a los bonos alemanes, que en el plazo de diez años se situaban a mediados de julio en niveles del 4,7 % y de 315 puntos básicos (pb), respectivamente. A su vez, las primas de riesgo privado repuntaron y el IBEX mostró una gran volatilidad y terminó acumulando un pequeño aumento del 0,5% desde finales de marzo. Por otra parte, los precios de los inmuebles prolongaron en la primera mitad del año su trayectoria descendente. Los datos del Ministerio de Fomento indican una disminución de los precios de la vivienda en el período abril-junio del 7,8 % en tasa interanual, lo que supone una caída acumulada desde el nivel máximo del 29,5 %.

Pese a la mayor tensión financiera en la parte final del trimestre, continuó afluviendo la financiación exterior, aunque en menor cuantía que en los meses iniciales del año, y la demanda de títulos del Tesoro mantuvo un cierto dinamismo. No obstante, los tipos de interés del crédito bancario experimentaron un incremento adicional y las condiciones de acceso a la financiación del sector privado no dieron, en conjunto, signos de relajación, lo que indica la persistencia de fragmentación financiera en la zona del euro, que obstaculiza la transmisión completa del tono expansivo de la política monetaria a los tipos de interés que aplican los bancos a las sociedades no financieras y a las familias.

Las decisiones de gasto de los hogares y de las sociedades no financieras se vieron afectadas, nuevamente, por ese clima de presión financiera prevaleciente y por las desfavorables perspectivas de recuperación del mercado laboral y de la demanda interna. No obstante, entre abril y junio los indicadores de confianza fueron mostrando una progresiva mejoría, que podría estar anticipando un comportamiento algo más favorable del gasto interno en los próximos trimestres.

El consumo de las familias mantuvo un tono contractivo, con una tasa de variación intertrimestral que se podría situar en el entorno del -0,4 %, en línea, por tanto, con la observada el trimestre anterior. Con información hasta marzo, la renta disponible atenuó su ritmo de caída y la tasa de ahorro aumentó levemente, por primera vez desde 2009 —cuando alcanzó su nivel máximo (17,8 %)—, hasta el 8,5 % de la renta disponible en términos acumulados de cuatro trimestres. La inversión residencial retrocedió igualmente, a una tasa intertrimestral similar a la del trimestre precedente (2,4 %), en un contexto en el que prosiguió la debilidad de la demanda de vivienda (una vez finalizado el episodio de adelanto de compras por los



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

a Tasas de variación interanual.

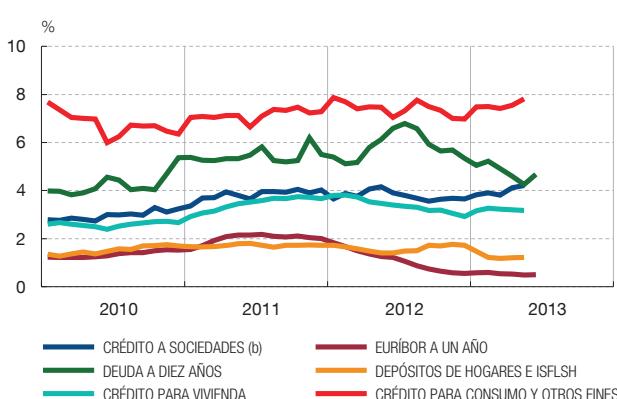
b Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

cambios tributarios aplicados a comienzos de 2013), y en el que la reducción del stock de viviendas, muy voluminoso, continuó muy lentamente. Como consecuencia de la evolución del ahorro y de la inversión, la capacidad de financiación de los hogares aumentó levemente en el período enero-marzo, por primera vez desde finales de 2009, hasta el 1,2 % del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres. Por otra parte, la financiación concedida a las familias intensificó su ritmo de contracción en el segundo trimestre, alcanzando una tasa de variación interanual del 4,3 % en mayo (-3,9 % en marzo), lo que permitió, a pesar de la atonía de las rentas, continuar la senda de reducción gradual del endeudamiento del sector y de la carga financiera que soporta, según la información provisional disponible.

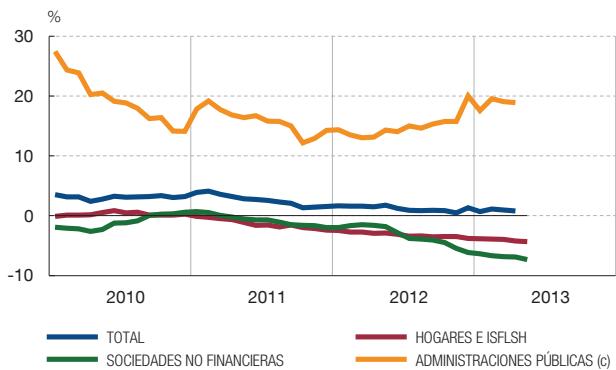
En el caso de las empresas, la inversión productiva mostró un comportamiento similar al del período enero-marzo, manteniéndose las diferencias entre la inversión en equipo (para la que se estima un pequeño repunte, del 0,3 % en tasa intertrimestral) y la inversión en construcción no residencial (para la que se prevé un nuevo retroceso, por el mayor impacto de los planes de austeridad sobre los proyectos de obra civil). Con información del primer trimestre, las sociedades no financieras mostraron un nuevo aumento en su capacidad de financiación, que en términos acumulados de cuatro trimestres se situó en el 4,7 % del PIB. Con información más actualizada, la deuda de las empresas intensificó su ritmo de contracción en el segundo trimestre, al registrar un descenso interanual del 7,3 % en mayo (6,8 % en marzo), prolongándose también en este caso la trayectoria de descenso de la ratio de deuda sobre PIB y de la carga financiera del sector.

La actuación de las AAPP en el segundo trimestre estuvo marcada por los compromisos presupuestarios asumidos y por el ajuste fiscal requerido para la consecución del nuevo objetivo de déficit, que, como se ha señalado, se ha fijado en el 6,5 % del PIB, desde un nivel que en marzo se situaba en el 6,8 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres. En este sentido, la información parcial correspondiente al segundo trimestre (hasta mayo) muestra una continuación de la senda de consolidación de las principales partidas de gasto (se observaron descensos del consumo público —tanto en gastos de personal como en las compras de bienes y servicios— y de la inversión pública), así como una cierta aceleración de los ingresos de las AAPP (menos significativa en la imposición directa y en las cotizaciones sociales). En todo caso, las medidas ya adoptadas por las distintas AAPP de cara al cumplimiento de estos objetivos tendrán que plasmarse en una aceleración adicional de los ingresos de las AAPP, así como en un mantenimiento del ajuste del gasto público.

TIPOS DE INTERÉS (a)



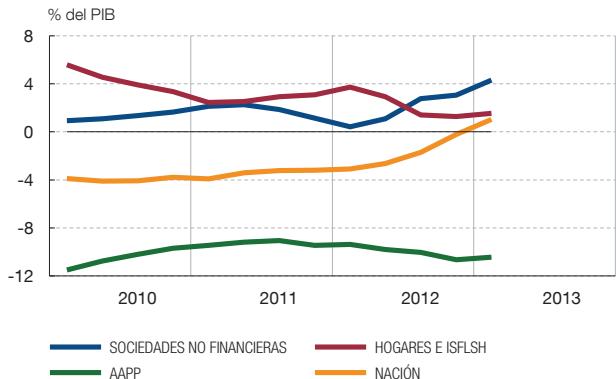
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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 serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

Los intercambios de bienes y servicios con el exterior permitieron compensar, un trimestre más, el impacto contractivo de la demanda interna sobre la actividad, pues la demanda exterior neta elevó su aportación al producto en el trimestre, hasta 0,4 pp (2,5 % en términos de su contribución a la tasa interanual). El avance de las ventas de bienes al resto del mundo y la pujanza de los ingresos por turismo desempeñaron un papel crucial en este resultado, ya que las importaciones atenuaron su ritmo de descenso en el período abril-junio. La recuperación de la demanda mundial (tras la ralentización de los primeros meses del año), la reorientación de nuestros mercados de exportación hacia las economías emergentes y las ganancias de competitividad que está propiciando el proceso de devaluación interna se encuentran detrás de estos desarrollos. En paralelo, la corrección del desequilibrio exterior prosiguió a buen ritmo. En el primer trimestre, la capacidad de financiación de la nación se situó en el 1 % del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres, por primera vez en más de una década, tendencia que prosiguió en abril según los datos de balanza de pagos, debido fundamentalmente a la mejora del saldo de bienes no energéticos y, en menor medida, de otros servicios y de rentas.

Por el lado de la oferta, la información disponible apunta a un alivio del tono recesivo en los principales sectores productivos. En la industria, cabe vincular esta mejoría a la recuperación de las exportaciones y, en menor medida, a la reactivación de algún segmento de la demanda nacional, como puede ser el de producción de automóviles. En las ramas de servicios de mercado, algunas actividades como el comercio y la hostelería habrían retomado algún dinamismo, en línea con lo observado en el trimestre precedente. Por último, el valor añadido de la construcción atenuó su ritmo de contracción, si bien prosiguió el ajuste tanto en el sector residencial como en el de obra civil.

Por otro lado, el empleo moderó sustancialmente su ritmo de descenso, con una caída intertrimestral estimada del 0,3% (-4% en tasa interanual), que representaría la tasa menos desfavorable de los dos últimos años. De confirmarse esta previsión, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo en el conjunto de la economía se habría desacelerado, hasta el 2,3%. Según la información procedente del registro de afiliaciones a la Seguridad Social, esta ralentización en el ritmo de destrucción de puestos de trabajo se extendió a todos los sectores, destacando la leve creación neta de empleo en los servicios de mercado observada en los dos últimos meses (en términos de la serie corregida de estacionalidad y una vez que se corrige por el efecto de los cuidadores no profesionales). Simultáneamente, se prolongó la senda de moderación que viene registrando el ritmo de aumento del paro registrado en el segundo trimestre, con un incremento del 4,1% en tasa interanual.

Como ya se ha señalado, en la primera mitad del año se ha acelerado el ritmo de moderación de los costes laborales en la economía de mercado. Tras la intensificación del ajuste salarial en el primer trimestre (con un descenso de la remuneración por asalariado en la economía de mercado del -0,9%), los indicadores de coste laboral en el período abril-junio apuntan a una continuación de esta tendencia. Pese a los problemas de baja representatividad y retraso relativo de los que adolece la información de convenios este año, el incremento medio de las tarifas hasta junio se situó en el 0,7% (1,2% el año pasado); y, dentro de estas, los de nueva firma anotaron un incremento del 0,4%. Se estima que el resto de componentes de la remuneración (cláusula de salvaguarda sobre la inflación y deriva salarial) estarían contribuyendo igualmente a la moderación salarial. Esta tendencia, que refleja una mayor respuesta de la negociación colectiva a la debilidad cíclica como consecuencia, en buena medida, de los efectos de la reforma del mercado de trabajo podría intensificarse en la segunda mitad del año, en la medida en que el fin del período de un año de ultraactividad establecido por la reforma contribuya a agilizar la negociación de los convenios nuevos<sup>5</sup>.

Por otra parte, existe evidencia de que la inflación ha incrementado igualmente su grado de respuesta a la situación cíclica en los últimos años<sup>6</sup>. Es preciso asegurar, no obstante, que esta trayectoria se consolide, apoyada en las reformas estructurales que se están llevando a cabo y en su impacto sobre la formación de costes, márgenes y precios y en la productividad, de manera que se potencien las ganancias de competitividad necesarias para asegurar la continuidad de la fortaleza del sector exterior y facilitar la reasignación de recursos para retornar a una senda de crecimiento sostenido.

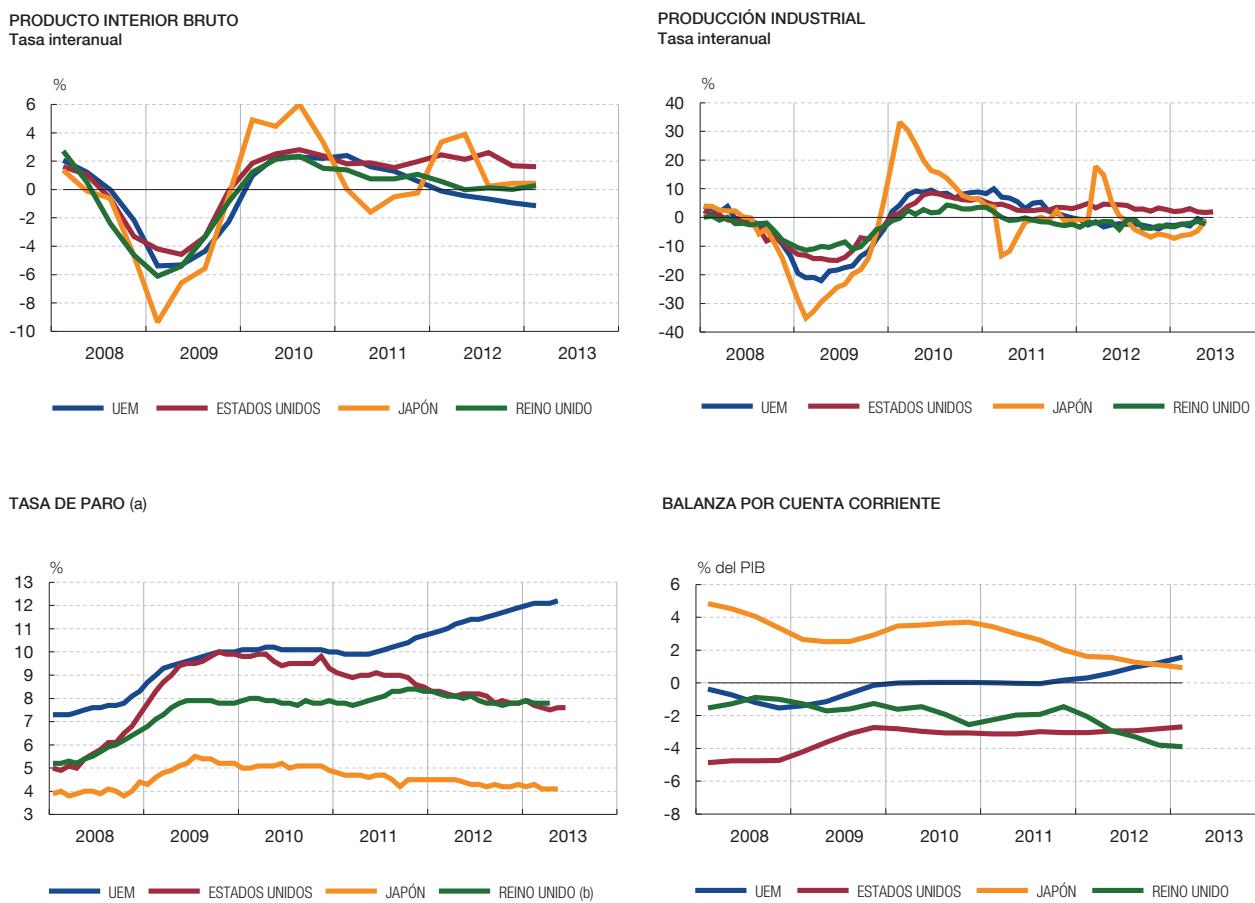
5 Para más detalle, véase el recuadro 1.1 del *Informe Anual, 2012*, «Cambios en el funcionamiento del mercado de trabajo».

6 Véase, en este mismo *Boletín Económico*, el artículo «La variación en la sensibilidad cíclica de la inflación española: una primera aproximación».

La evolución económica internacional en los tres últimos meses se ha caracterizado por la desaceleración de la actividad en las principales regiones emergentes —que, aunque con importantes divergencias por países, se ha situado con carácter general por debajo de las tasas esperadas—. Por su parte, la evolución de la actividad en las economías avanzadas de fuera del área del euro ha sido algo más favorable. En particular, se ha apreciado una consolidación de la recuperación del empleo en Estados Unidos, que ha llevado a la Reserva Federal a ser más explícita sobre las condiciones bajo las que comenzaría su estrategia de salida de las actuales medidas extraordinarias de expansión monetaria. Este anuncio dio lugar a un viraje en la tendencia favorable que hasta ese momento habían mostrado los mercados financieros de las economías avanzadas, y reforzó marcadamente el ajuste que habían venido experimentando durante todo el trimestre los mercados emergentes, asociado inicialmente a la debilidad de la actividad.

Los mercados financieros de las economías avanzadas continuaron mostrando hasta mayo el tono favorable iniciado en el verano de 2012, en un entorno de búsqueda de rentabilidad y de estímulo adicional de la política monetaria. Sin embargo, el anuncio de la Reserva Federal en torno a la estrategia de salida de sus estímulos extraordinarios generó una reacción de mercado brusca y generalizada, por segmentos y países. De esta forma, en la segunda parte del trimestre, ante la expectativa de reducción de las compras de activos por parte de la autoridad monetaria estadounidense, se observaron subidas de los tipos de interés a largo plazo de la deuda soberana de las economías avanzadas —especialmente, de Estados Unidos— y de la deuda corporativa más arriesgada, así como una mayor volatilidad. En los mercados cambiarios, el dólar se depreció frente al euro y al yen hasta la reunión de la Reserva Federal de junio, aunque esta tendencia se revirtió posteriormente, mientras que frente a las monedas de las economías emergentes y la libra el dólar se fortaleció. Los mercados financieros emergentes registraron una tendencia negativa durante todo el período —por el comportamiento decepcionante de la actividad y, en el caso de América Latina, por las perspectivas de caída de precios de las materias primas—, que se acentuó marcadamente a partir de la última semana de mayo, con el cambio de expectativas sobre la política monetaria en Estados Unidos. Los diferenciales soberanos y los índices bursátiles mostraron una evolución desfavorable, se registraron salidas de capitales y se ralentizaron las emisiones de renta fija. El precio del barril de petróleo tipo Brent, tras descender por debajo de los 100 dólares a mediados de abril, repuntó en la primera mitad de julio, llegando a superar los 105 dólares, mientras que el del oro continuó su tendencia bajista, situándose en torno a los 1.200 dólares la onza al finalizar el segundo trimestre.

En Estados Unidos, el PIB se aceleró en el primer trimestre de 2013, al crecer un 1,8 % en tasa intertrimestral anualizada, frente al 0,4 % en el cuarto de 2012, perfil que en gran medida refleja la evolución de las existencias. Los componentes de la demanda aportan señales contrapuestas sobre la robustez de la recuperación. Por un lado, destacan positivamente la resistencia del consumo, a pesar de la disminución de la renta disponible, y el notable dinamismo de la inversión residencial; por otro, la elevada contribución negativa del gasto público y la caída de la inversión no residencial en estructuras. De acuerdo con los indicadores disponibles, la actividad se habría desacelerado en el segundo trimestre, destacando la evolución negativa del sector exterior y, de nuevo, de las existencias. En el mercado inmobiliario, el ritmo de crecimiento de los



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

b Media móvil de tres meses. Los datos reflejados en el gráfico representan el valor central del trimestre.

precios de las viviendas se incrementó, si bien cabe esperar que este proceso se atenúe en los próximos meses, ante la subida de los tipos de interés hipotecarios. La inflación aumentó en tres décimas durante el trimestre, hasta el 1,8 %, mientras que la tasa subyacente se redujo en tres décimas, hasta el 1,6 %. En el mercado laboral se generaron, en promedio, 196.000 empleos netos mensuales en el segundo trimestre, ligeramente por debajo de los del trimestre previo y por encima de la media de 2012. La tasa de paro, mientras tanto, se mantuvo en el 7,6 %, por el pequeño aumento de la tasa de participación. En este contexto, la Reserva Federal anunció que, dependiendo de la evolución de la economía y del mercado de trabajo (véase recuadro 1), podría comenzar a reducir el ritmo de compras de activos en la segunda mitad del año, finalizando las adquisiciones a mediados de 2014. Este anuncio tuvo el efecto de anticipar el calendario de subidas del tipo de interés oficial descontado por el mercado, movimiento no deseado por la institución monetaria, que ha intentado corregir posteriormente mediante una comunicación más perfilada. En el terreno fiscal, en mayo finalizó la suspensión temporal del techo de la deuda pública, aunque la aplicación de medidas extraordinarias permitirá al Tesoro honrar sus compromisos de pago hasta el otoño. Por otro lado, el crecimiento de los ingresos y la pequeña disminución de los gastos llevaron a una notable reducción del déficit público hasta junio (un 4,4 % del PIB, frente al 8 % el mismo mes del año anterior).

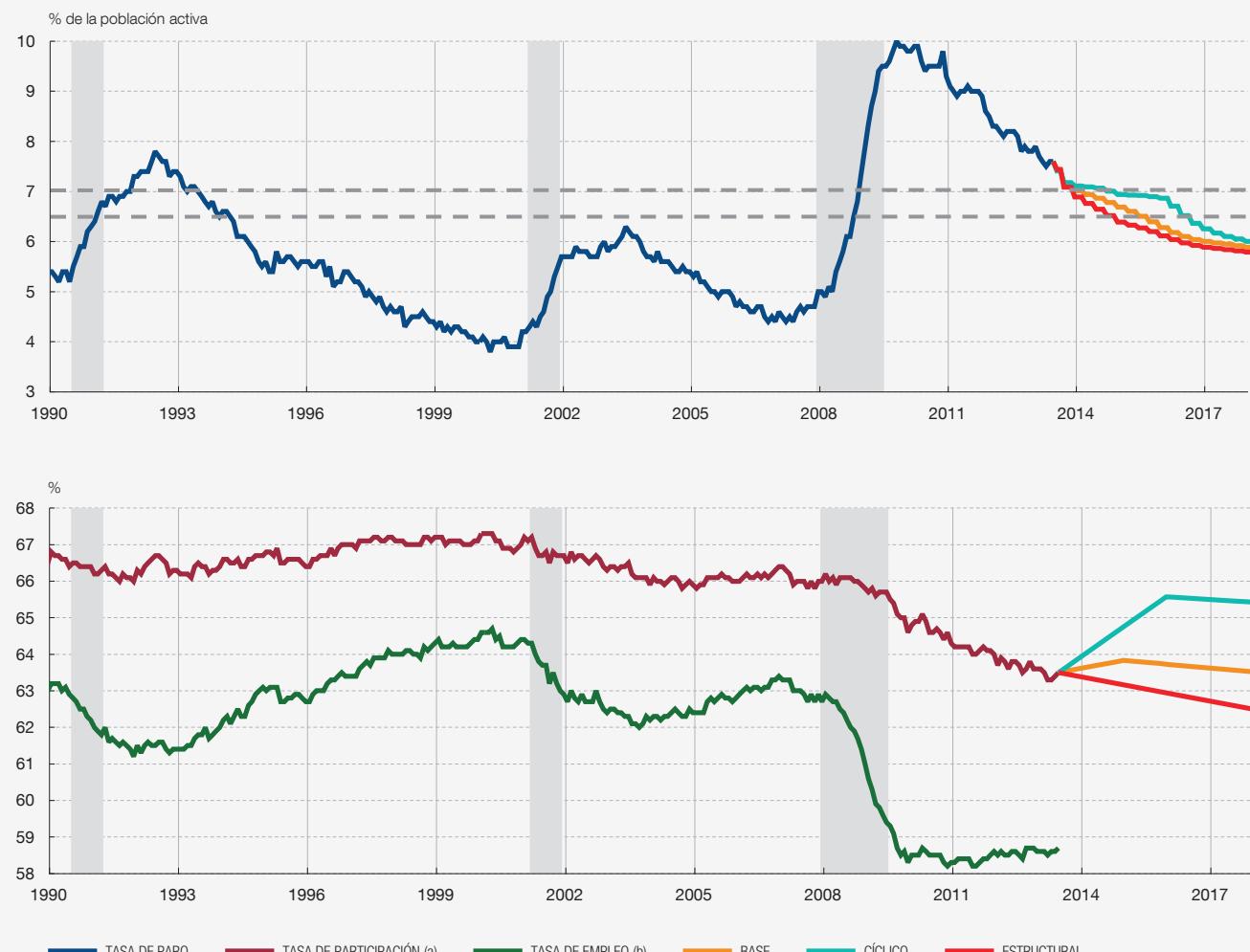
Los cambios en la estrategia y comunicación de política monetaria en Estados Unidos han propiciado una mayor atención a la evolución de su mercado laboral por parte de los analistas y observadores de la Reserva Federal. La principal razón es que su Comité de Política Monetaria (FOMC, por su denominación en inglés) ha pasado a ligar de forma explícita sus decisiones de política monetaria, tanto las referidas a las compras de activos como las dirigidas a orientar a los agentes económicos sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales (*forward guidance*), a la evolución del mercado de trabajo.

En la reunión del FOMC celebrada en septiembre de 2012 se decidió iniciar un programa de compras de titulizaciones hipotecarias (40 mm de dólares mensuales), cuya finalización se condicio-

naba a que «el mercado de trabajo mejore sustancialmente, en un contexto de estabilidad de precios». Posteriormente, en su reunión de diciembre de 2012, el FOMC agregó compras de títulos de deuda pública (45 mm de dólares mensuales) sujetas a la misma condicionalidad, de forma que el tamaño, ritmo y composición de estas compras de activos financieros se hacían depender de la evolución del mercado laboral, siendo la valoración de esa evolución puramente cualitativa<sup>1</sup>. Más recientemente, tras la reunión de política monetaria de junio de 2013, el FOMC ha vinculado la evolución de las compras de activos con la de la tasa de paro, especificando

<sup>1</sup> El comunicado de prensa posterior a la reunión del FOMC también cita el examen de la eficacia y los costes de las compras de activos como factores determinantes.

#### TASA DE PARO, TASA DE PARTICIPACIÓN Y TASA DE EMPLEO. PROYECCIONES BAJO DIFERENTES ESCENARIOS PARA LA EVOLUCIÓN FUTURA DE LA TASA DE PARTICIPACIÓN



FUENTES: US Bureau of Labor Statistics, Datastream y Banco de España.  
NOTA: Las áreas sombreadas denotan períodos de crisis según el NBER.

a Tasa de participación = Población activa/población en edad de trabajar.

b Tasa de empleo = Población ocupada/población en edad de trabajar.

que, si la economía sigue mejorando tal y como se proyecta, las compras de activos podrían empezar a moderarse antes del final de este año y podrían cesar totalmente a mediados de 2014, cuando se espera que la tasa de paro se sitúe en el 7 %.

Por otro lado, hasta la reunión de diciembre de 2012, el FOMC venía utilizando una referencia temporal para señalizar la evolución futura de los tipos de interés oficiales (*forward guidance*); sin embargo, en esa reunión el FOMC pasó a condicionar esa senda a la evolución económica, especificando umbrales numéricos para la tasa de paro y la inflación. En concreto, el FOMC señaló que consideraba apropiado mantener el tipo de interés oficial en su nivel actual (0 %-0,25 %) al menos mientras la tasa de paro permaneciera por encima del 6,5 %, la tasa de inflación esperada entre uno y dos años no superara en más de medio punto el objetivo del 2 % y las expectativas de inflación a largo plazo siguieran bien ancladas. Esos valores señalan, por tanto, las condiciones necesarias para que el FOMC aumente el tipo de interés oficial, aunque no sean suficientes, pues no implican su incremento.

De esta forma, la evolución proyectada para la tasa de paro se ha convertido en la variable clave para tratar de anticipar el final del proceso de compra de activos y, posteriormente, el momento en que el FOMC se planteará la primera subida del tipo de interés oficial, dos decisiones que estarán espaciadas en el tiempo. Todo ello asumiendo que la inflación se situará en el rango de tolerancia de la Reserva Federal en los próximos trimestres, tal y como sugieren los datos más recientes y las expectativas de inflación.

La evolución de la tasa de paro en una economía viene determinada por la dinámica de tres variables: la población en edad de trabajar, la población ocupada y la población activa. En concreto, un descenso de la tasa de paro se produce cuando aumenta la tasa de empleo (crecimiento de la población ocupada mayor que el de la población en edad de trabajar) o cuando disminuye la tasa de participación (aumento de la población activa a un ritmo menor que el de la población en edad de trabajar)<sup>2</sup>. Pero la valoración de una reducción de la tasa de paro (y de la situación del mercado de trabajo) es muy diferente dependiendo de que domine el efecto de aumento de la tasa de empleo o el de reducción de la de participación. El primer caso se asocia habitualmente a un mayor dinamismo de la economía (aunque también puede tener como origen una caída de la productividad), mientras que, en el segundo, el descenso en la participación puede deberse a razones estructurales (factores demográficos, cambios en las preferencias individuales, entre otras) o cíclicas, como consecuencia de unas malas perspectivas laborales (efecto desánimo). Desde el final de la recesión en Estados Unidos, el principal factor tras la caída de la tasa de paro, como se puede apreciar en el gráfico) ha sido la brusca caída de la tasa de

participación, que disminuyó en 2,4 pp entre los años 2007 y 2012, mientras que la tasa de empleo se ha mantenido prácticamente constante, a pesar de su ligero repunte en los meses más recientes. La Reserva Federal ha advertido que no solo considerará la evolución de la tasa de paro, sino también las causas que subyacen a su dinámica a la hora de evaluar la salud del mercado laboral de cara a sus decisiones futuras de política monetaria.

Existe notable incertidumbre sobre si la caída de la tasa de participación en los últimos años tiene un carácter predominantemente cíclico o estructural. En su proyección de 2007, previa a la crisis<sup>3</sup>, el *Bureau of Labor Statistics* (BLS) esperaba que la tasa de participación solo disminuyera en 0,5 pp entre los años 2007 y 2012 (1,9 pp menos que la caída realmente observada), como consecuencia de factores estructurales. En línea con esta hipótesis, en la literatura académica predomina la visión de que el componente cíclico, aunque de carácter persistente, ha tenido un mayor peso en el inesperado descenso de la tasa de participación desde 2008, como consecuencia del «efecto desánimo» derivado de la magnitud de la recesión y de la lenta recuperación, que habrían reducido la demanda de trabajo y, por tanto, empeorado las perspectivas de encontrar empleo<sup>4</sup>.

En el gráfico se recogen distintos escenarios de evolución futura de la tasa de participación, dependiendo del mayor o menor peso que se asigne al componente cíclico: el escenario «base» asume que la caída en la tasa de participación tiene un origen mixto, y supone que aumentará hasta diciembre de 2014, convergiendo a la senda anticipada por el BLS en sus nuevas proyecciones de 2012<sup>5</sup>; un segundo escenario considera que la caída de la tasa de participación es de naturaleza cíclica, de forma que en el horizonte de diciembre de 2015 retornará al valor que le correspondería de acuerdo con las previsiones realizadas por el BLS en noviembre de 2007; un último escenario supone que la caída de la tasa de participación ha tenido un carácter estructural y que seguirá disminuyendo en el futuro a ritmos similares a los observados en los últimos años.

Las implicaciones para la evolución de la tasa de paro son muy diferentes en los tres escenarios, tal y como se recoge en el gráfico, donde se calcula su evolución dinámica realizando simulaciones con el modelo NIGEM. En concreto, los umbrales numéricos del 7 % y del 6,5 % fijados por la Reserva Federal para considerar el final de su programa de compras de activos y la primera subida del tipo de interés oficial, respectivamente, se alcanzarían en mo-

3 Véase M. Toosi (2007), «Labor force projections to 2016: more workers in their golden years», *BLS Monthly Labor Review*, noviembre.

4 En este sentido, L. Bengali, M. Daly y R. Valletta (2013), «Will labor force participation bounce back?», *FRBSF Economic Letter*, 2013-14, muestran evidencia por la que la tasa de participación, tras una recesión, no aumentaría hasta que el nivel de empleo recuperase los niveles previos a la recesión. En junio de 2013, Estados Unidos todavía necesitaba generar 2,16 millones de empleos para alcanzar el valor máximo alcanzado en enero de 2008.

5 Véase M. Toosi (2012), «Labor force projections to 2020: a more slowly growing workforce», *BLS Monthly Labor Review*, enero.

2 La tasa de paro ( $u$ ), que es la ratio de la población parada sobre la población activa, puede expresarse como:  $u = 1 - e/a$ , donde  $e$  es la tasa de empleo (ratio de la población ocupada entre la población en edad de trabajar) y  $a$  es la tasa de participación (ratio de la población activa sobre la población en edad de trabajar).

mentos muy diferentes en los tres escenarios. Mientras que en el escenario base estos umbrales se alcanzarían en fechas cercanas a las proyectadas por el FOMC, en el escenario estructural los umbrales para considerar la finalización de las compras y la primera subida del tipo de interés oficial se adelantaría a 2013 y al verano de 2014, respectivamente. En el escenario «cíclico», por el contrario, las compras de activos se mantendrían hasta al menos la segunda mitad de 2014 y la primera subida del tipo de interés oficial no se produciría hasta bien entrado el año 2016.

El carácter condicional de las decisiones de política monetaria en la evolución de variables económicas adoptado por la Reserva Federal pretende clarificar los futuros movimientos y maximizar el estímulo

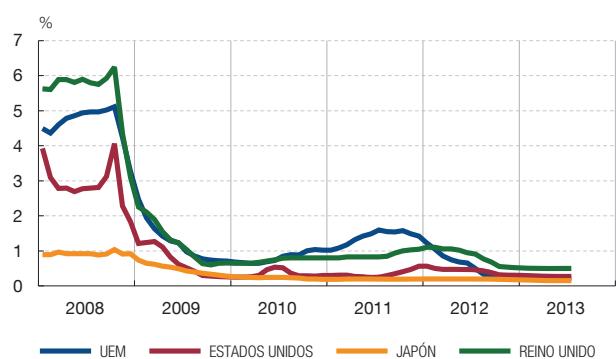
monetario por el canal de expectativas. Sin embargo, como se ha mostrado en este recuadro, la tasa de paro constituye un indicador incompleto de la recuperación del mercado de trabajo. Por este motivo, la autoridad monetaria ha manifestado su voluntad de considerar indicadores adicionales para valorar su evolución e incluso ha mencionado la posibilidad de modificar el umbral numérico de la tasa de paro (desde el 6,5 %) en su política de *forward guidance*, si siguiera disminuyendo la tasa de participación por razones no estructurales. Estas reflexiones ponen de manifiesto la complejidad de la comunicación de la estrategia de política monetaria de la Reserva Federal y su comprensión por parte de los agentes económicos, y subrayan los desafíos que plantea la retirada de los estímulos extraordinarios de política monetaria.

En Japón, el PIB creció un 1 % en el primer trimestre en tasa intertrimestral (0,4 % interanual), con aportaciones positivas de la demanda interna (pese a la atonía de la inversión) y del sector exterior, gracias al dinamismo de las exportaciones. Los indicadores del segundo trimestre prolongan la recuperación, apoyada en los mismos componentes de la demanda, pues la inversión no habría despegado en el trimestre, a pesar de la mejora de los indicadores de confianza empresarial. Los datos de ventas al por menor y confianza del consumidor reflejan la relativa fortaleza del consumo. Por el lado de la oferta, destaca el buen comportamiento de la producción industrial y de los PMI de manufacturas. En el mercado laboral, la tasa de paro se mantuvo en el 4,1 % en mayo, y los salarios dejaron de caer en términos interanuales. En el ámbito externo, tanto las exportaciones como las importaciones crecieron en términos nominales en el segundo trimestre, pero no en términos reales. Las presiones deflacionistas se aminoraron, situando en el -0,3 % las tasas interanuales tanto del índice general como del subyacente de los precios de consumo, seis y cinco décimas, respectivamente, por encima de los registros de marzo. El Gobierno continuó sin desvelar medidas concretas ni en el frente fiscal ni en el de reformas estructurales. Por su parte, el Banco de Japón, tras la aprobación en abril de su nueva estrategia de política monetaria, realizó algunos ajustes en los calendarios de compras para disminuir la volatilidad en los precios de los títulos de deuda pública.

En el Reino Unido, la tercera estimación del PIB confirmó un crecimiento del 0,3 % en el primer trimestre, si bien la tasa interanual se revisó hasta el 0,3 %, desde un 0 %. La nueva estimación ofrece un panorama algo más favorable de la demanda agregada, sustentada por el consumo privado y por una aportación positiva de la demanda externa de 0,6 pp al crecimiento trimestral. El consumo privado sigue proporcionando cierto soporte a la actividad, a pesar de la ralentización de las rentas salariales, cuyo impacto sobre el gasto se ha suavizado mediante un descenso de la tasa de ahorro (que se redujo en 1,7 pp). Los indicadores disponibles del segundo trimestre muestran síntomas de recuperación, con mejoras en los tres índices PMI sectoriales —manufacturas, servicios y construcción—, la demanda de vivienda y las encuestas de opinión a empresarios y consumidores. En el mercado de trabajo el empleo siguió creciendo, aunque a menor ritmo que en 2012, y la tasa de paro se mantuvo en el 7,8 %. La inflación se situó en el 2,9 % en junio, una décima por encima del registro de marzo. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanualTIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FREnte A PAÍSES DESARROLLADOS

TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)

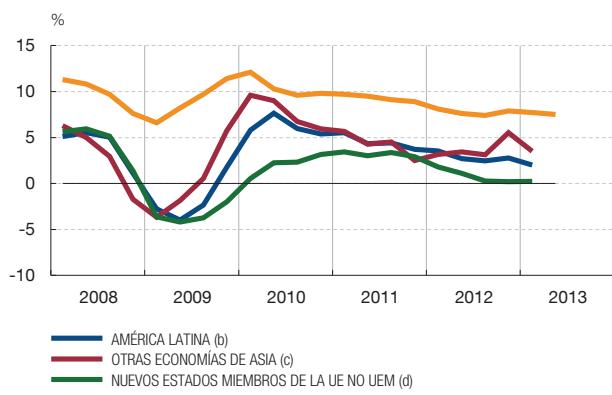


FUENTES: Datastream y Banco de España.

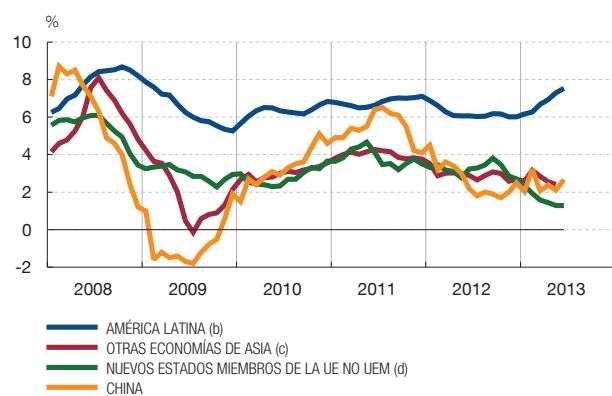
- a Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.  
b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

en el 0,5 % y el saldo de su programa de compra de activos en 375 mm de libras, y manifestó que la reciente subida en los tipos de interés de mercado no está justificada por la evolución reciente de la economía británica. Por último, de acuerdo con la encuesta de condiciones de crédito del segundo trimestre, se observó un aumento generalizado de la disponibilidad de crédito.

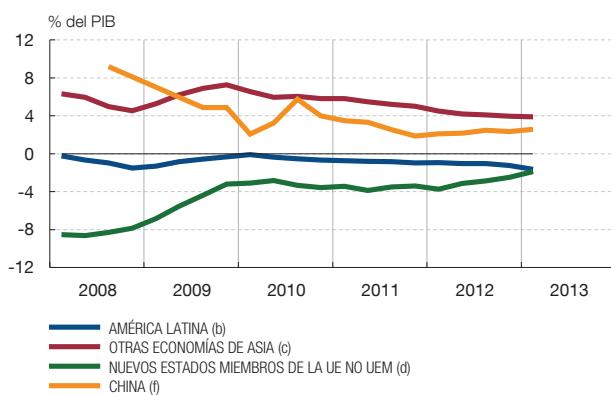
En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció un 0,4 % interanual en el primer trimestre, dos décimas más que en el trimestre previo. Aunque el dato agregado apunta a un clima de recuperación, la actividad se debilitó en Polonia, Bulgaria y República Checa. Los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad continuó recuperándose en el segundo trimestre. La inflación sigue siendo moderada, habiéndose situado en mayo en el 1,4 % interanual, en un entorno de debilidad de la actividad. En este contexto, los bancos centrales mantuvieron el tono acomodaticio de la política monetaria, con reducciones de tipos oficiales en Polonia, Hungría y Rumanía (de 75 pb en los dos primeros casos, hasta el 2,50 % y 4,25 %, respectivamente, y 25 pb en el tercero, hasta el 5 %), manteniéndose sin cambios en el resto de la región. Finalmente, se aprobó la entrada de Letonia en la Unión Monetaria y la consiguiente adopción del euro a partir del 1 de enero de 2014, y el 1 de julio culminó el proceso de adhesión de Croacia a la Unión Europea. Entre los países candidatos a la UE, en Turquía el banco central redujo el tipo de interés oficial e incrementó los requerimientos de reservas al inicio del trimestre,

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, FMI y JP Morgan.

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
- e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia.
- f Datos anuales hasta 2009.

aunque terminó recurriendo a las intervenciones cambiarias en junio para limitar las presiones depreciantorias de su moneda.

En China, el PIB aumentó un 7,5 % interanual en el segundo trimestre, dos décimas menos que en el primero. Los indicadores de alta frecuencia ya habían mostrado un menor dinamismo del consumo, la inversión y, sobre todo, del sector exportador, afectado por la fortaleza del renminbi y la relativa atonía de sus socios comerciales. La tasa interanual del IPC se mantuvo contenida en el 2,7 % en junio, mientras que continuó la caída de los precios de producción. Por otra parte, en junio el banco central tensionó las condiciones de liquidez en el mercado interbancario, provocando un fuerte repunte temporal de los tipos de mercado, con objeto de ir moderando el fuerte aumento de la financiación. En el resto de Asia emergente, la actividad se desaceleró en el primer trimestre, al crecer el PIB un 4,3 % interanual, un punto menos que en el trimestre anterior, destacando la ralentización de Tailandia, Malasia y Singapur. En el segundo trimestre, se ha apreciado una

moderación de la producción industrial y de las exportaciones a las principales economías de la región. La inflación se moderó, en términos interanuales, a lo largo del trimestre, salvo en Hong Kong, Malasia e Indonesia. En un entorno de depreciación de las divisas regionales, las políticas monetarias no presentaron variaciones significativas, salvo en Corea del Sur, India y Tailandia, que redujeron sus tipos de interés oficiales en 25 pb en mayo; Indonesia lo incrementó en 75 pb entre junio y julio para reducir la presión a la depreciación sobre su divisa.

En América Latina, el PIB creció un 0,6 % en el primer trimestre (2,0 % interanual), tres décimas menos que en el cuarto de 2012 (2,8 % interanual). Esta desaceleración se explica por la mayor debilidad tanto de la demanda interna como de la externa, y también por factores estacionales. Entre las principales economías de la región, destaca la marcada desaceleración de México, que solo creció un 0,8 % en términos interanuales (2,2 % sin efecto estacional), frente al 3,2 % del trimestre anterior. En Brasil y Argentina se observó una cierta reactivación, aunque el dato de Brasil fue inferior al esperado. Los indicadores de mayor frecuencia del segundo trimestre apuntan al mantenimiento de tasas de crecimiento relativamente reducidas. Por su parte, la inflación del área creció hasta el 7,5 % interanual en junio, como consecuencia del fuerte aumento observado en Venezuela, donde alcanzó el 37,3 %, y la aceleración de Brasil, hasta el 6,7 %, dos décimas por encima del máximo de la banda objetivo. En México, por el contrario, se redujo en cinco décimas, hasta el 4,1 %. En este contexto, el Banco de Brasil elevó el tipo de interés oficial un total de 100 pb en el trimestre, hasta el 8,5 %, mientras que el de Colombia lo redujo 50 pb, hasta el 3,25 %. Por otra parte, en Brasil, el menor crecimiento del crédito y la fuerte depreciación de la moneda, a partir de mediados de mayo, llevaron a la retirada de alguna de las medidas macroprudenciales tomadas anteriormente, y se produjo el anuncio de recortes fiscales, para cumplir con el objetivo del año. Por último, Standard and Poor's elevó en abril el *rating* soberano de Colombia un escalón (hasta BBB) y, ya en junio, rebajó el de Venezuela a B, al tiempo que cambiaba la perspectiva de Brasil a negativa. Por su parte, Fitch aumentó en mayo un grado el *rating* de México, hasta BBB+.

En el segundo trimestre de 2013, los indicadores de actividad de la UEM experimentaron un cierto avance, que, en línea con lo que anticipan la mayoría de estimaciones disponibles, podría llegar a reflejar un crecimiento ligeramente positivo tras seis trimestres consecutivos de contracción. No obstante, esta mejora ha podido venir impulsada en parte por factores transitorios, de modo que las previsiones de crecimiento a medio plazo publicadas a lo largo del trimestre se siguieron revisando a la baja, tanto para el conjunto de 2013 como, en mayor medida, para 2014. La consolidación de las tendencias de recuperación en los próximos trimestres dependerá de la evolución de la demanda interna, cuyo fortalecimiento se espera que se produzca de forma muy gradual, en un contexto en el que algunos de sus componentes permanecen en niveles muy deprimidos (véase recuadro 2).

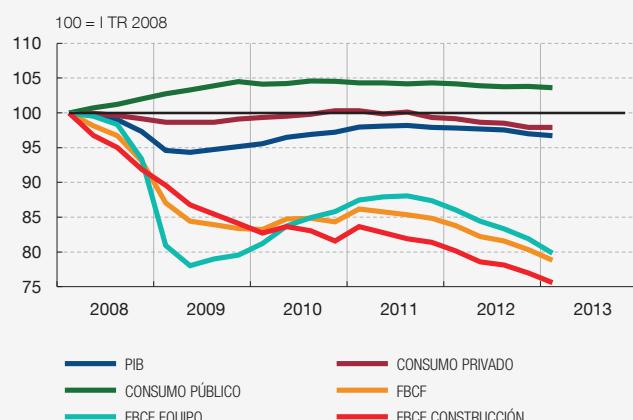
El repunte a partir de la segunda mitad del trimestre de los indicadores de tensión financiera constituye también un recordatorio de la fragilidad del escenario de recuperación moderada que se contempla para la segunda mitad del año y 2014. En esta ocasión, las tensiones han respondido a la conjunción de varios factores. Por un lado, las perspectivas de cambio de orientación de la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, que se desataron tras la última reunión de su FOMC, se tradujeron también en un endurecimiento de las condiciones financieras en el área del euro. En segundo lugar, surgieron nuevas incertidumbres, en buena parte de índole política, que afectaron a los países más vulnerables del área, y muy singularmente a Grecia, Chipre y Portugal. Finalmente, a pesar de los progresos conseguidos en el proyecto de unión bancaria (véase recuadro 3), las dificultades con las que se enfrenta cualquier iniciativa en este terreno que pueda suponer una mayor mutualización de riesgos están poniendo en cuestión el compromiso político alcanzado en 2012 para romper el vínculo entre riesgos soberano y bancario. Condicionado por todo este conjunto de circunstancias, el proceso de corrección de la fragmentación financiera que afecta a la zona del euro registró escasos progresos en el transcurso del trimestre y el crédito continuó mostrando una dinámica muy débil, que afecta sobre todo a aquellos sectores —familias y pymes— más dependientes de la financiación bancaria.

La actual coyuntura de debilidad económica hace improbable que se puedan producir tensiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política monetaria. Así, el último ejercicio de proyecciones del Eurosistema en junio anticipaba que la tasa de inflación tendería a situarse de forma sostenida en niveles significativamente por debajo del 2 %. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de mayo, reducir en 0,25 pp, hasta el 0,5 %, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, así como estrechar hasta los 100 pb la amplitud del corredor definido por los tipos de las facilidades marginales de crédito y de depósito. En el ámbito de las medidas no convencionales, el Consejo anunció también que mantendría el suministro de liquidez a tipo fijo por el tiempo que fuese necesario y, como mínimo, hasta mediados de 2014. Además, señaló que se están estudiando conjuntamente con otras instituciones europeas diversas iniciativas para promover el mercado de titulizaciones de créditos a empresas pequeñas y medianas no financieras (ABS), muy castigado por la crisis financiera. Finalmente, en el entorno descrito de endurecimiento de las condiciones financieras incompatible con el tono de política monetaria que requiere la actual coyuntura, el Consejo decidió en julio reforzar su política de comunicación e introducir indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), haciendo explícita su expectativa de

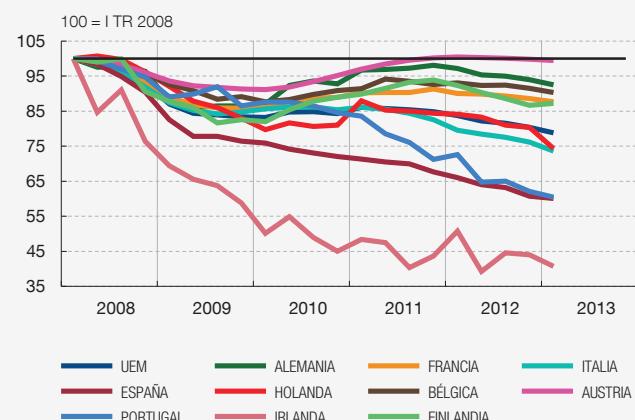
La inversión en la UEM, medida por la rúbrica de formación bruta de capital fijo (FBCF) en la Contabilidad Nacional, ha mostrado una gran debilidad durante los dos últimos años, situándose a principios de 2013 un 20 % por debajo del valor alcanzado en el primer trimestre de 2008 (véase gráfico 1). La evolución por componentes mantiene las pautas generales del agregado, si bien el retroceso de la inversión en construcción ha sido mayor que el de la inversión en equipo. Existe,

además, una gran heterogeneidad por países (véase gráfico 2), con fuertes caídas en los más afectados por la crisis financiera (en Irlanda, Portugal y España, el nivel se sitúa más de un 40 % por debajo del anterior a la crisis, y un 25 % en Italia), mientras que Austria es el único país que ya ha recuperado el nivel anterior. Alemania y Francia, por su parte, mantienen niveles que se encuentran alrededor de un 10 % por debajo de los alcanzados antes del comienzo de la crisis.

1 EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA UEM Y COMPONENTES



2 FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



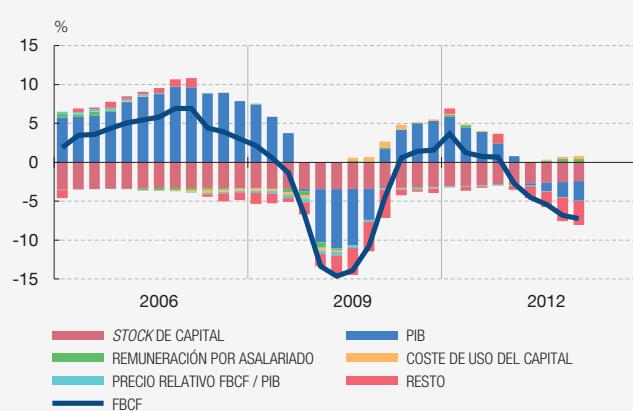
3 RATIO DE FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO SOBRE PIB EN LA UEM



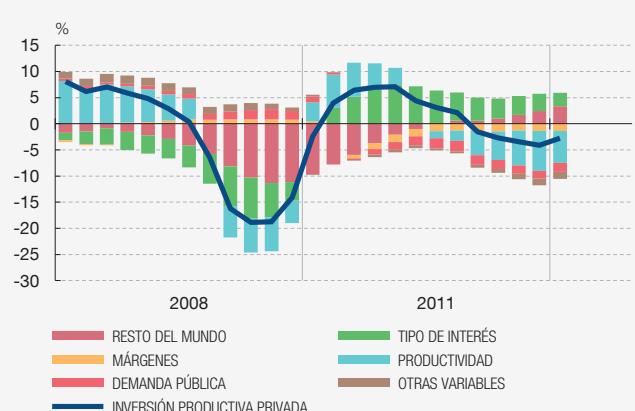
4 RATIO DE FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO SOBRE PIB EN ALEMANIA



5 VARIACIÓN INTERANUAL DE LA FBCF Y SUS VARIABLES EXPLICATIVAS



6 VARIACIÓN INTERANUAL DE LA INVERSIÓN PRODUCTIVA PRIVADA Y SUS VARIABLES EXPLICATIVAS



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

Cuando se adopta una perspectiva temporal más amplia, el gráfico 3 muestra que el porcentaje del gasto total destinado a la formación bruta de capital fijo se encuentra en mínimos históricos. Así, mientras que el gasto en inversión para el conjunto del área del euro osciló en torno al 21 % del PIB en el período 1980-2013, en la actualidad dicha ratio se sitúa por debajo del 18 %, habiendo retrocedido más de 4 pp desde el inicio de la crisis y 1,7 pp en los últimos dos años. Esta situación es, si cabe, más llamativa en el caso de Alemania (véase gráfico 4), donde el porcentaje del gasto destinado a la formación bruta de capital fijo lleva registrando valores muy inferiores a su media de largo plazo desde principios de siglo. Sin embargo, la caída más reciente de la ratio inversión/PIB, aunque bastante generalizada, viene asociada principalmente al comportamiento de los periféricos y a los Países Bajos.

Para poder profundizar en los determinantes del comportamiento de la inversión se han utilizado dos modelos empíricos. En primer lugar, se ha estimado una ecuación de inversión tradicional con datos de la UEM para el período 1970-2013<sup>1</sup>. Este modelo postula que existe una relación de largo plazo entre, por un lado, el stock de capital y, por otro, su coste de uso y el precio de la inversión relativo al de la producción, variable esta última que trata de capturar el efecto de las mejoras tecnológicas incorporadas específicamente en el capital. De acuerdo con este modelo empírico, las variaciones de corto plazo de la inversión vendrían explicadas por el ciclo económico, así como por variaciones en el coste de uso del capital y de los otros factores de producción. En segundo lugar, se ha considerado un modelo de equilibrio general que intenta reproducir el comportamiento de un conjunto amplio de variables macroeconómicas de España y el resto de la UEM, estimado con datos para el período 1999-2011<sup>2</sup>. Esta aproximación permite explicar el comportamiento observado de la inversión a partir de la evolución de los determinantes estructurales más relevantes que lo han generado.

De acuerdo con la primera aproximación (véase gráfico 5), el stock de capital sería el principal determinante a largo plazo de la inversión, mientras que su dinámica vendría explicada sobre todo por el ciclo económico y, en menor medida, por el coste real de los

1 Véase D. L. Jorgenson (1972), «Investment Behavior and the Production Function», *Bell Journal of Economics*, The RAND Corporation, vol. 3(1), 220-251.

2 Para una descripción detallada véase J. Andrés, S. Hurtado, E. Ortega y C. Thomas (2010), «Spain in the Euro: a General Equilibrium Analysis», *SERIEs - Journal of the Spanish Economic Association*, vol. 1.

factores. Sin embargo, la ecuación estimada —que aproxima razonablemente bien el comportamiento de la inversión en el período anterior a 2008— tiende a infra-estimar el retroceso de la inversión durante la Gran Recesión y, muy particularmente desde principios de 2012, lo que se refleja en persistentes residuos negativos, que, a su vez, presentan una correlación negativa y alta (en torno a -0,5) con medidas de incertidumbre macroeconómica utilizadas habitualmente en la literatura académica<sup>3</sup>. Este resultado es coherente con un informe reciente de la Comisión Europea, que muestra empíricamente la relevancia —potenciada además desde el inicio de la crisis— de la incertidumbre en las decisiones de inversión y consumo de los agentes económicos<sup>4</sup>.

El gráfico 6 muestra, por su parte, los resultados del segundo modelo. Según esta aproximación, la atonía reciente de la inversión se debería principalmente al impacto negativo de la productividad, a la contracción de la demanda pública y a una cierta recuperación de los márgenes empresariales, que se verían compensados solo parcialmente por el tono acomodaticio de la política monetaria y la recuperación de la demanda mundial. Cabe señalar que en modelos de este tipo un impacto negativo tan significativo de la productividad se asocia frecuentemente en la literatura académica con variaciones en el grado de restricciones financieras<sup>5</sup> o con aumentos de la aversión al riesgo<sup>6</sup>.

En resumen, parece que una parte significativa del retroceso registrado por la inversión en los últimos años no podría explicarse por la evolución de sus determinantes macroeconómicos más habituales. Las estimaciones presentadas en el recuadro serían coherentes con que factores asociados a la crisis financiera, tales como el grado de restricción financiera o la aversión al riesgo, o la incertidumbre macroeconómica en general podrían haber venido desempeñando un papel muy destacado a este respecto. Solventar estos impedimentos es una condición necesaria para que se pueda producir una recuperación significativa de la inversión que le permitiera recuperar sus niveles de largo plazo.

3 Esta medida elaborada por S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis se puede obtener con periodicidad mensual en <http://www.policyuncertainty.com/index.html>.

4 European Commission, *Quarterly report on the euro area*, junio de 2013, vol. 12, Issue 2.

5 A. Justiniano y G. E. Primiceri (2008), «The Time-Varying Volatility of Macroeconomic Fluctuations», *American Economic Review*, vol. 98 (3), pp. 604-641.

6 L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno (2013), *Risk Shocks*, NBER Working Papers n.º 18682.

que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles actuales o más reducidos durante un período de tiempo prolongado.

### 3.1 Evolución económica

Los datos de Contabilidad Nacional del área del euro cifraron en un 0,3 % el retroceso de la actividad económica en el primer trimestre de 2013, lo que supuso que el PIB del área haya acumulado una contracción de 1,5 pp desde finales de 2011, cuando comenzó la

El Consejo Europeo de junio de 2012 situó la creación de una unión bancaria en el centro del proceso de rediseño institucional de la UEM, en respuesta a los problemas de fragmentación de los mercados financieros, renacionalización de los flujos de capital y aparición de canales de realimentación negativos entre el riesgo soberano y el bancario, que estaban amenazando gravemente la continuidad misma del proyecto de moneda única.

En los meses recientes el BCE, las autoridades europeas y los Gobiernos han progresado de manera significativa en la construcción de uno de los pilares de la unión bancaria, al ir concretando la legislación que previsiblemente se aprobará en septiembre de este año y que permitirá la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión en 2014, con un ligero retraso respecto a la fecha prevista inicialmente. Con anterioridad, el BCE debe-

#### ASPECTOS FUNDAMENTALES DE LA PROPUESTA DE DIRECTIVA DE RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO

##### Ámbitos de actuación

Establecimiento de una nueva autoridad nacional de resolución (podrá ser el banco central nacional, la autoridad encargada de la supervisión bancaria u otra entidad pública), que actuará en tres ámbitos: preventivo, de intervención temprana y de resolución.

Ámbito preventivo: elaboración de planes de recuperación para cada entidad bancaria por parte de la propia entidad y de resolución por la autoridad de resolución. Como resultado de dichos planes se pueden iniciar actividades correctivas tendentes a facilitar una hipotética resolución.

Ámbito de intervención temprana: en caso de incumplimiento de los requisitos legales relativos al ejercicio de la actividad o a la adecuación de capital de las entidades de crédito, la autoridad de supervisión podrá requerir de los administradores del banco la adopción de medidas correctivas. Si el deterioro financiero es grave o se han cometido infracciones legales, dicha autoridad podrá nombrar a uno o más administradores del banco. En esta fase la autoridad de resolución puede iniciar contactos exploratorios con potenciales adquirentes.

Ámbito de resolución: el proceso de resolución se iniciará cuando, concurriendo las circunstancias del caso anterior, se determine, además, que es necesario, para evitar efectos adversos sobre la estabilidad financiera, minimizar la aportación de fondos públicos y proteger a los depositantes. Durante el proceso, la autoridad podrá emplear estas herramientas:

- Venta de la totalidad o parte del negocio.
- Creación de un «banco puente»: transferencia temporal de activos sanos a una entidad pública.
- Segregación de activos: transferencia de activos deteriorados a una entidad de gestión de activos.
- Rescate interno (*bail-in*): se deberá proceder obligatoriamente a la amortización o canje de los instrumentos computables como «recursos propios» (capital ordinario y deuda subordinada), que asumirán las primeras pérdidas. También se procederá a la amortización o canje, según el caso, de acreedores no representativos de capital regulatorio, según el orden de prelación que se detalla abajo.

Aplicable desde enero de 2018. Permite imponer pérdidas o convertir en accionistas a acreedores (subordinados u ordinarios) de entidades no viables.

##### Rescate interno (*bail in*)

Pasivos excluidos permanentemente: depósitos garantizados (<100.000 euros), emisiones de deuda garantizadas (*covered bonds*) y deudas con empleados, con algunos proveedores, con sistemas de pago y con otras entidades en el mercado interbancario con plazo de vencimiento inferior a siete días.

Orden de prelación para la asunción de pérdidas para los pasivos no excluidos: 1) capital ordinario CORE TIER 1; 2) otros instrumentos de capital; 3) deuda subordinada; 4) acreedores ordinarios, y 5) acreedores privilegiados, incluyendo los depósitos no garantizados (dentro de estos, absorberán pérdidas, en primer lugar, los depósitos de grandes empresas y, después, los de particulares y pymes).

##### Flexibilidad en la aplicación del rescate interno (*bail-in*)

Se podrán excluir acreedores de la absorción de pérdidas, que podrían ser asumidas por el fondo de resolución hasta el límite del 5 % del balance total de la entidad rescatada. Para ello, deberá darse alguno de los siguientes requisitos:

- pérdidas ya absorbidas por accionistas y acreedores  $\geq 8\%$  del balance, o bien
- cumplimiento de las siguientes tres condiciones: pérdidas ya absorbidas  $\geq 20\%$  de los activos ponderados por riesgo del banco quebrado; aportaciones al fondo de resolución constituidas  $\geq 3\%$  de los depósitos garantizados; y activos del banco  $< 900$  mm de euros (este segundo supuesto se reserva para países ajenos al SSM).

##### Fondo de resolución

Podrá proporcionar apoyo financiero a bancos en resolución en forma de préstamos, garantías, adquisición de activos y aportación de capital. En cada país, se financiará con contribuciones de las entidades de crédito autorizadas a operar en él. Las aportaciones deben alcanzar, en un plazo de 10 años, el 0,8 % de los depósitos garantizados. Los fondos de garantía de depósitos nacionales podrán actuar como fondo de resolución (en ese caso, el mínimo del 0,8 % es adicional a lo requerido por la normativa aplicable a los fondos de garantía).

FUENTE: Banco de España.

rá concluir un ejercicio de valoración de los balances de aquellos bancos de cuya supervisión se va a hacer cargo, que habrá de coordinarse con las nuevas pruebas de esfuerzo anunciadas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA). Ambos ejercicios deberán proporcionar un diagnóstico actualizado de la situación del sistema bancario europeo, incluyendo la identificación de potenciales necesidades de capital en entidades concretas.

En junio, el Eurogrupo consensuó —pendiente de la concreción de algunos aspectos técnicos y de la aprobación por parte de algunos parlamentos nacionales— los principios generales del marco operativo para la recapitalización directa de entidades bancarias por parte del MEDE, cuya entrada en vigor está condicionada a la entrada en vigor del supervisor único. La iniciativa —dotada con 60 mm de euros— es parte de la respuesta al compromiso de los Gobiernos de romper el vínculo entre riesgo soberano y riesgo bancario, si bien se concibe como un instrumento de última instancia, que solo podrá aplicarse a entidades viables y de relevancia sistémica, una vez que estas hayan agotado la posibilidad de cubrir sus necesidades de capital mediante el recurso a inversores privados y a fondos públicos nacionales. En cualquier caso, el Estado miembro en el que resida la entidad participará en la recapitalización, afrontará por sí solo la inyección de capital necesaria para cumplir el mínimo regulatorio y, a partir de ese umbral, un porcentaje del total del capital público inyectado. Por su parte, el BCE asumirá la supervisión y se establecerá una condicionalidad específica para la entidad y también sobre las políticas económicas nacionales. La posibilidad de que la recapitalización directa se aplique con carácter retroactivo se analizará caso por caso.

Por su parte, el ECOFIN, en su reunión de junio, alcanzó un acuerdo sobre el proyecto de directiva de recuperación y resolución de entidades de crédito, que ahora debe recibir la aprobación del Parlamento Europeo. El objetivo de esta directiva es proporcionar a los Gobiernos de los países de la Unión Europea un conjunto de principios y reglas comunes para resolver de modo ordenado entidades bancarias. Como se describe en el cuadro adjunto, la directiva concede a la autoridad de resolución nacional potestad para exigir a los gestores de una entidad la adopción de un conjunto de medidas de carácter preventivo y de intervención temprana, que se aplicarán cuando se produzca un deterioro de su situación financiera. También concreta los criterios que deben cumplirse para iniciar un proceso de resolución y las herramientas que se pueden emplear. Para minimizar la aportación de fondos públicos, la directiva establece un orden de prelación para la asunción de pérdidas por parte de accionistas y acreedores (rescate interno o *bail-in*), si bien se otorga cierta flexibilidad a la autoridad de resolución para excluir total o parcialmente ciertos pasivos de la absorción de pérdidas una vez que se cumplen unos requisitos mínimos.

Esta jerarquía estará vigente desde enero de 2018. Hasta entonces, los criterios que se deben aplicar son los que proporciona la reciente revisión del marco de ayudas de Estado de la Comisión Europea, que entrará en vigor en agosto de 2013 (aunque ya se aplicó en la asistencia financiera a las entidades españolas). Con el propósito de evitar distorsiones en el mercado único, establece

que cualquier inyección de fondos públicos debe venir precedida por la asunción de pérdidas por parte de accionistas y propietarios de deuda subordinada de las entidades sujetas a un proceso de resolución, con independencia de la capacidad financiera y fiscal del Estado donde reside. También se condiciona la concesión de asistencia a la elaboración de un plan de reestructuración.

La directiva también establece la obligación de crear un fondo de resolución en cada Estado miembro, que deberá prefinanciarse en un plazo de diez años con contribuciones de la industria, existiendo la posibilidad de que este se fusione con el fondo de garantía de depósitos o de que se produzcan préstamos entre los fondos de distintos países.

La propuesta de la CE de 10 de julio respecto al Mecanismo Único de Resolución (MUR) constituye un salto cualitativo en el proceso de unión bancaria, ya que propone otorgar poderes de resolución a un consejo de carácter supranacional donde estarían representados el BCE, la CE y las autoridades de resolución nacionales, aunque la capacidad de decisión última recaería sobre la CE. También propone la creación de un fondo de resolución único que deberá prefinanciarse con aportaciones de la industria y que, en caso de que sus recursos no resulten suficientes, podrá pedir prestado en los mercados o a entidades públicas. Estos préstamos serán devueltos por la institución que recibe la ayuda y, si esto no fuera posible, por el conjunto de la industria bancaria de modo que se garantice la neutralidad fiscal.

En resumen, la construcción de una unión bancaria es una tarea que entraña gran complejidad, pero en la que se han producido progresos significativos en los últimos meses. En este proceso resulta esencial no perder de vista el objetivo último del acuerdo al que llegaron los líderes políticos del área del euro en 2012: romper el nexo entre riesgo soberano y riesgo bancario, que en aquel momento estaba amenazando la propia continuidad del proyecto de moneda única. Existe un gran consenso en la profesión económica de que la ruptura de dicho nexo es una condición necesaria para devolver la estabilidad financiera a la Unión Monetaria.

La mejora de los indicadores de tensión financiera observada desde 2012 no es independiente de los compromisos políticos adquiridos, de modo que continúa siendo urgente cumplir dichos compromisos si no se quiere poner en riesgo lo conseguido hasta el momento. Pero la urgencia no debe estar reñida con la ambición. Los poderes de supervisión y resolución de entidades bancarias deben cubrir el mismo perímetro y compartir grado de centralización. Un mecanismo de supervisión única sin una autoridad de resolución común y un fondo común de resolución constituiría una construcción inestable que no rompería el nexo entre riesgos soberano y bancario. En los próximos meses se dirimirá el modelo futuro de resolución de entidades bancarias. Es importante que las reglas que se acuerden sean claras y totalmente armonizadas, y que se deje poca capacidad discrecional a escala nacional para evitar que se produzcan distorsiones competitivas y elementos de fragmentación financiera.

	2011			2012			2013		
	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	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	-0,3			
Consumo privado	-0,8	-0,2	-0,5	-0,1	-0,6	0,0			
Consumo público	0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2			
Formación bruta de capital fijo	-0,6	-1,3	-1,8	-0,8	-1,5	-1,9			
Importaciones	-1,4	0,0	0,3	0,2	-1,2	-1,2			
Exportaciones	0,0	0,8	1,5	0,8	-0,9	-0,9			
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)									
Demanda interna, excluidas existencias	-0,5	-0,4	-0,7	-0,3	-0,6	-0,4			
Variación de existencias	-0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0			
Demanda exterior neta	0,6	0,3	0,6	0,3	0,1	0,1			
PIB (tasa de variación interanual)	0,7	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1			
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)									
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-1,4	-0,5	-0,6	0,1	-2,0	0,2	1,0		
Sentimiento económico	94,4	95,0	92,3	87,4	86,8	90,1	89,8		
PMI compuesto	47,2	49,6	46,4	46,3	46,5	47,7	47,8		
Empleo	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5			
Tasa de paro	10,6	10,9	11,3	11,5	11,8	12,1	12,2		
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)									
IAPC	2,7	2,7	2,4	2,6	2,2	1,7	1,6		
IPRI	4,5	3,9	2,3	2,9	2,3	0,6	-0,2		
Precio del petróleo (valor en dólares)	108,7	126,8	95,7	113,2	110,9	109,6	103,2	108,1	
Indicadores financieros (datos de fin de período)									
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,1	3,3	3,4	2,3	2,1	3,0	3,2	3,1	
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-2,17	-1,12	-1,81	-0,72	-0,36	-1,17	-0,72	-0,55	
Tipo de cambio dólar/euro	1,294	1,336	1,259	1,293	1,319	1,281	1,308	1,309	
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-2,1	0,9	-2,4	-2,3	-0,4	0,2	2,5	2,4	
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-17,1	6,9	-2,2	5,9	13,8	-0,5	-1,3	3,1	

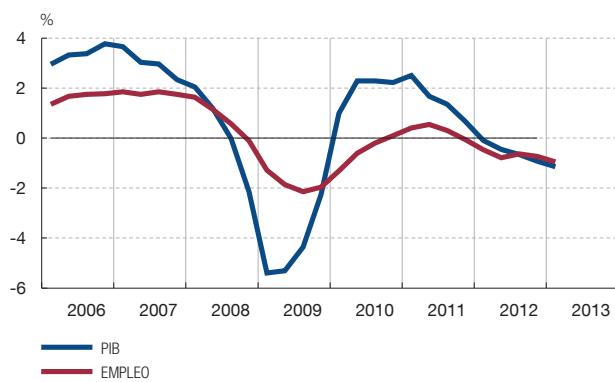
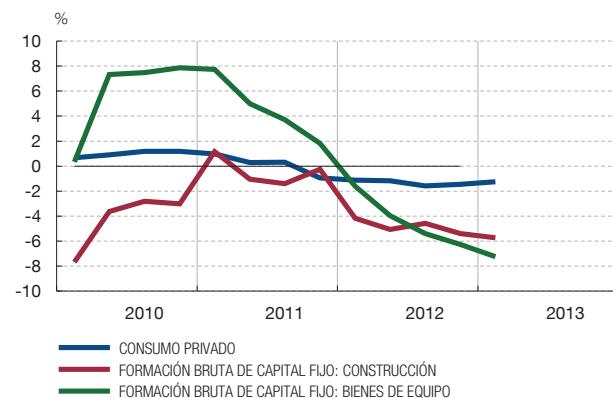
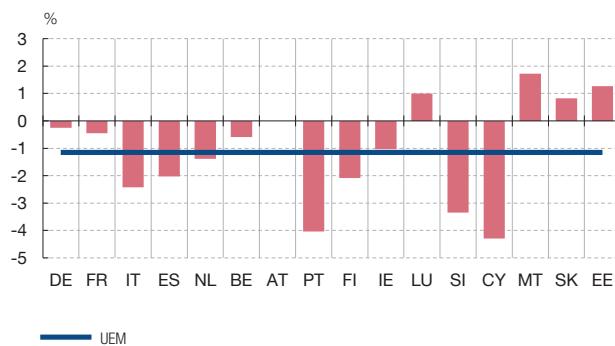
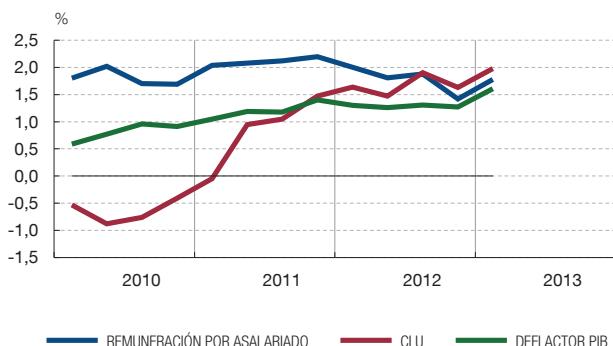
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 18 de julio de 2013.

b Variación porcentual acumulada en el año.

recesión (véase cuadro 2). La disminución del producto obedeció a la fuerte caída de la formación bruta de capital fijo en equipo y construcción, y, en menor medida, a la debilidad del consumo público. Las exportaciones también disminuyeron, lo que, sin embargo, no se tradujo en un deterioro de la contribución de la demanda exterior neta al PIB, ya que las importaciones retrocedieron con mayor intensidad. Finalmente, la contribución de la variación de existencias fue nula, tras seis trimestres de aportación negativa. El desglose por ramas de actividad mostró un empeoramiento generalizado, excepto en los servicios de mercado, que se mantuvo al mismo nivel que en el trimestre anterior, y en la agricultura. Por países, el PIB repuntó en Alemania, apoyado fundamentalmente en el consumo privado, y en Eslovaquia; se mantuvo estable en Bélgica, Austria y Malta, e intensificó su caída en el resto.

Durante el primer trimestre, el empleo registró también un notable descenso, del 0,5 %, en relación con los tres meses precedentes. Los costes laborales se aceleraron, debido al ligero repunte de la remuneración por asalariado, ya que la productividad mantuvo una

PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanualCONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanualTASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Primer trimestre de 2013SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual

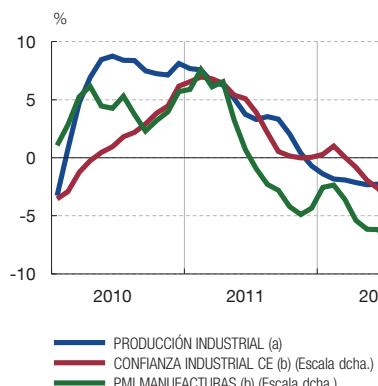
FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

tasa de variación negativa. En línea con el debilitamiento de la demanda interna, los márgenes brutos de explotación se contrajeron, lo que contribuyó a contener los precios finales, por lo que el deflactor del PIB aumentó por debajo de los costes laborales unitarios (véase gráfico 8).

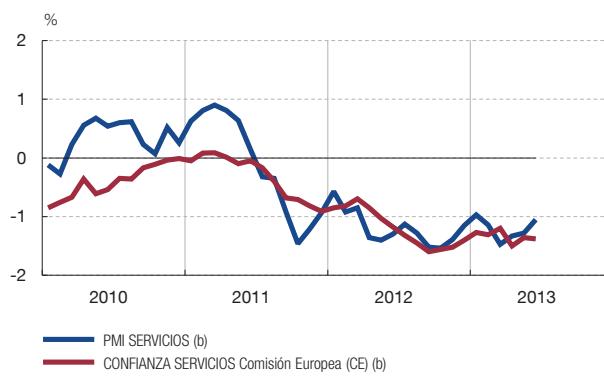
La información coyuntural más reciente apunta a una cierta mejora de la actividad en el segundo trimestre de 2013 (véase cuadro 2). Desde la vertiente de la oferta, la producción industrial avanzó en abril, si bien este progreso se corrigió en parte en mayo. Los indicadores de confianza empresarial se mantuvieron en media trimestral relativamente estables, pero experimentaron un claro avance en mayo y junio. No obstante, a pesar de esta mejoría, los indicadores basados en las encuestas a los directores de compras (PMI) se situaban en junio por debajo del umbral teórico que define el crecimiento y los elaborados por la Comisión Europea, por debajo de su media de largo plazo (véase gráfico 9). En el ámbito laboral, la tasa de paro se incrementó de nuevo en el segundo trimestre, hasta el 12,2 %, y los indicadores de expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas PMI se mantuvieron estables.

Por el lado de la demanda, el clima de mayor confianza entre los consumidores se reflejó también en los indicadores de gasto de los hogares. Así, las ventas al por menor aumentaron hasta mayo y las matriculaciones de automóviles, en niveles históricamente bajos, mejoraron significativamente respecto al primer trimestre. En cambio, los indicadores

## INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



## INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



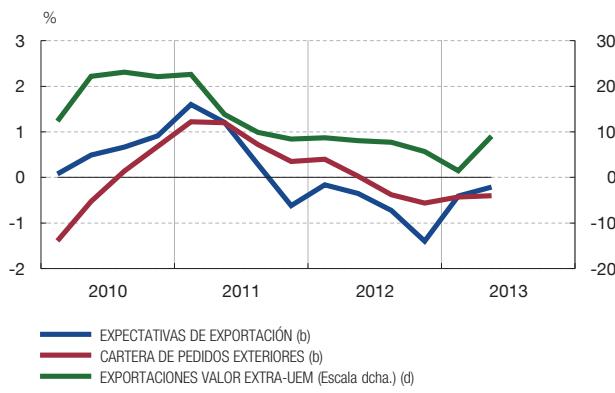
## INDICADORES DE CONSUMO



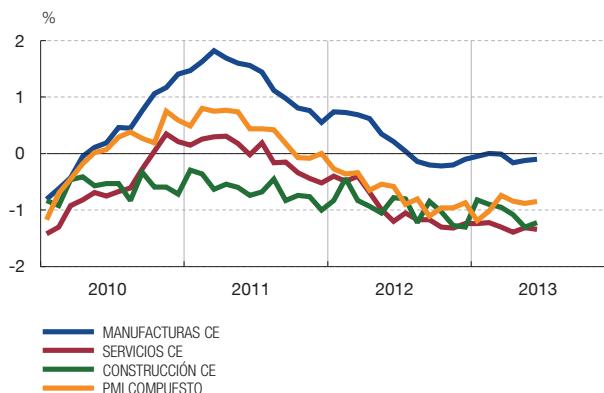
## INDICADORES DE INVERSIÓN



## 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.

relacionados con la inversión continuaron mostrando una notable debilidad (véase recuadro 2). En particular, el grado de utilización de la capacidad productiva se mantuvo en el segundo trimestre en un nivel muy inferior a la media histórica, y la valoración de la cartera de pedidos de la industria se redujo. Según datos de balanza de pagos, las exportaciones

	2013		2014	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (junio de 2013)	-0,6	1,4	1,1	1,3
Comisión Europea (mayo de 2013)	-0,4	1,6	1,2	1,5
FMI (julio de 2013)	-0,6	1,7	-0,9	1,5
OCDE (mayo de 2013)	-0,6	1,5	1,1	1,2
Consensus Forecast (julio de 2013)	-0,6	1,5	0,8	1,5
Eurobarómetro (julio de 2013)	-0,6	1,5	0,9	1,5

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Consensus Forecast, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

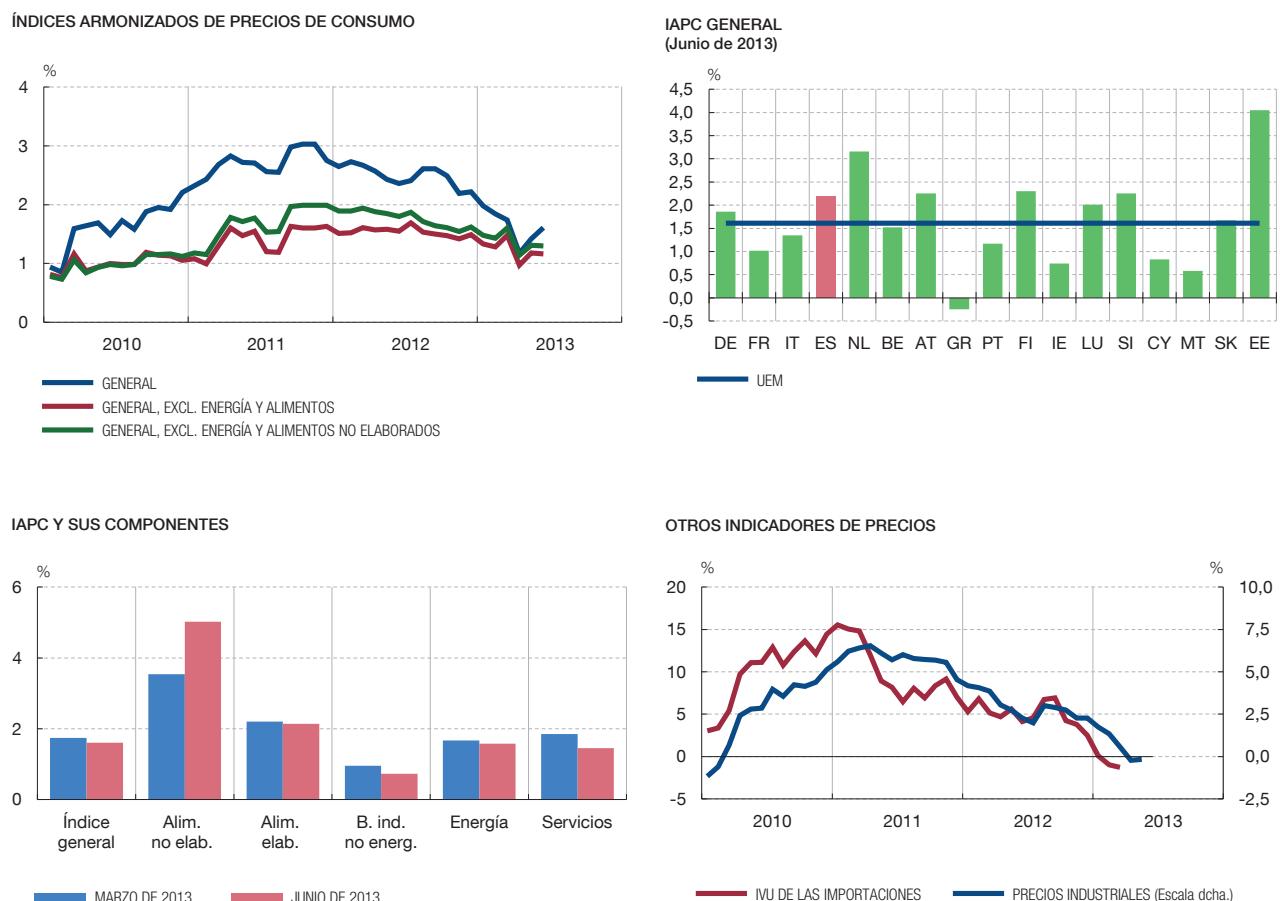
a Tasas de variación anual.

disminuyeron en abril, mientras que mejoraron las expectativas de exportación para el segundo trimestre y la valoración de la cartera de pedidos exteriores hasta junio.

En definitiva, la evolución reciente de los indicadores de coyuntura anticipa una tasa de crecimiento del PIB que podría ser nula o ligeramente positiva en el segundo trimestre del año. Más a medio plazo, la mayor parte de los analistas privados y organismos internacionales anticipan una paulatina recuperación del PIB en la segunda mitad de 2013, que se intensificaría en 2014, apoyada inicialmente en el impulso de la demanda externa y, posteriormente, en la mejora de la demanda interna, sustentada por una política monetaria acomodaticia (véase cuadro 3). Sin embargo, persisten importantes elementos de fragilidad y el escenario central de crecimiento continúa estando rodeado de riesgos a la baja, como son los derivados de una potencial intensificación de la crisis financiera, las dificultades asociadas al proceso de reducción de los elevados niveles de endeudamiento públicos y privados en muchos países del área, la debilidad del mercado de trabajo y una posible evolución más desfavorable de la demanda procedente del exterior.

La inflación del área del euro se moderó a lo largo del segundo trimestre, hasta situarse en el 1,6 % en junio, una décima por debajo de la registrada en marzo. La aceleración de los precios de los alimentos, impulsada por el efecto de las inundaciones en el centro de Europa, fue contrarrestada por la desaceleración del precio de los servicios y los bienes industriales no energéticos, mientras que la energía mantuvo una contribución similar entre ambos meses. De este modo, la inflación subyacente, medida por la tasa de variación del IPSEBENE, se redujo en este período tres décimas, hasta el 1,3 %. De esta cifra, la contribución de impuestos y precios administrados supone una parte sustancial. Por su lado, los precios industriales continuaron su desaceleración, registrando en mayo un ritmo de crecimiento de -0,2 %, ocho décimas inferior al mes de marzo por la disminución de los precios de la energía y de los bienes intermedios (véase gráfico 10). A medio plazo se espera que, en el horizonte relevante para la política monetaria, la tasa de inflación se sitúe netamente por debajo del 2 % a lo largo de 2013 y 2014 (véase cuadro 3). Sobre este escenario, los riesgos estarían equilibrados, ya que los posibles incrementos en los impuestos indirectos y los precios administrados derivados del ajuste fiscal se compensarían 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 a largo plazo se mantienen ancladas.

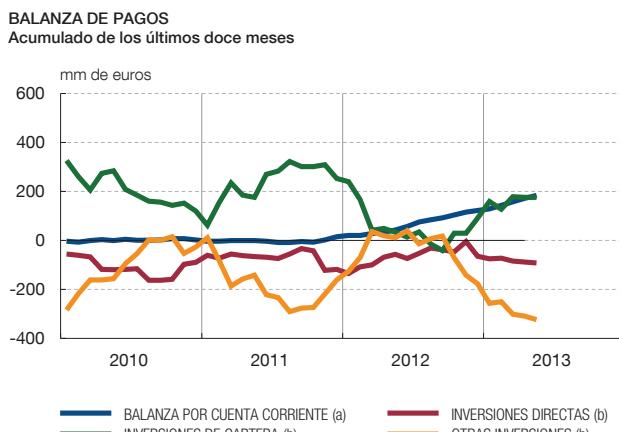
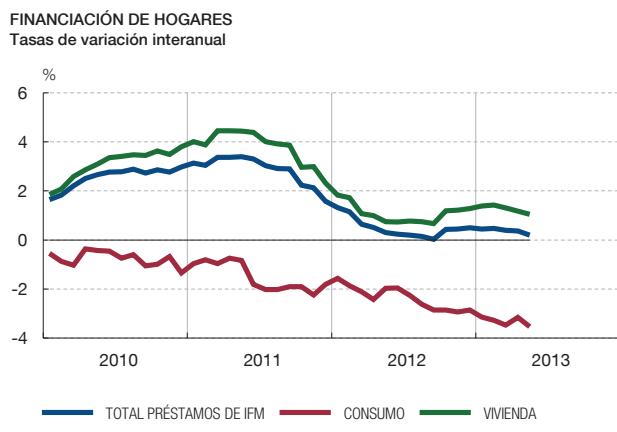
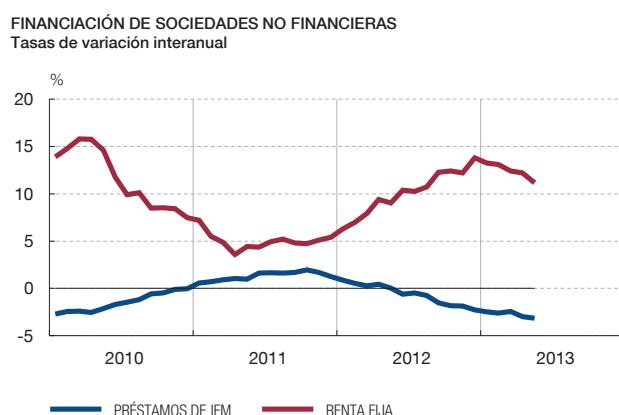
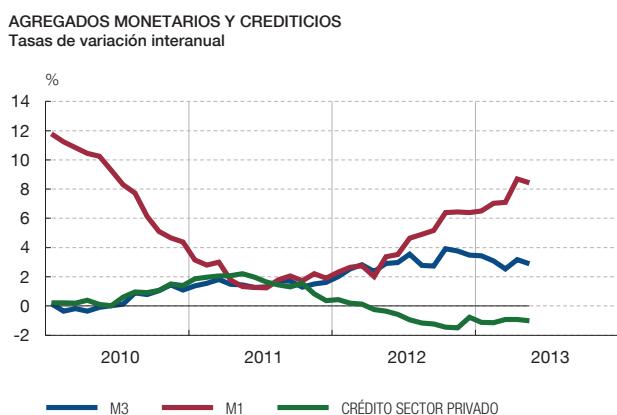
Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y mayo de 2013 un superávit de 58,6 mm de euros (un 1,5 % del PIB),



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

frente al déficit de 2,7 mm de euros observado en el mismo período del año anterior. Esta mejora obedeció a que tanto la balanza de bienes como la de servicios ampliaron su superávit. Asimismo, el saldo de transferencias corrientes se hizo más negativo, mientras que aumentó el saldo de la balanza de las rentas. En relación con la cuenta financiera, las salidas netas de capital en forma de inversión directa se incrementaron hasta los 30,1 mm de euros entre enero y mayo, frente a los 2,6 mm de euros del mismo período del año anterior, mientras que aquellas en forma de inversión de cartera experimentaron una entrada neta de 41,9 mm de euros, lo que contrasta con la salida neta de 43,3 mm de euros en el período de enero a mayo de 2012. Con todo, la balanza básica, que úna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de 70,4 mm de euros entre enero y mayo de 2013, frente al déficit de 48,6 mm de euros en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

De acuerdo con los programas de estabilidad presentados el pasado mes de abril, la política fiscal mantendrá un tono contractivo en el año 2013, con un ajuste estructural próximo a 1 pp del PIB, similar al de los dos años anteriores. De acuerdo con estos programas, el déficit de las AAPP se situará por debajo del 3 % del PIB para el conjunto de la UEM, en consonancia con las previsiones de la CE y del FMI, mientras que la deuda pública seguiría ascendiendo hasta situarse en torno al 95 % del PIB de la UEM en 2013, para iniciar posteriormente una senda descendente. A diferencia de los ajustes presupuestarios realizados en los años recientes, que han recaído en gran parte en el incremento de los ingresos



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.

impositivos sobre el consumo y el trabajo, los programas de estabilidad para 2013 proyectan una consolidación más equilibrada en la mayoría de los países. En la vertiente del gasto, destaca el recorte previsto de la remuneración de asalariados y de los consumos intermedios, aunque también se prevé un moderado ajuste de la inversión. En el apartado de ingresos, los países proyectan una ligera reducción de las cotizaciones sociales, que se verá compensada por un incremento de los impuestos indirectos. A pesar de los esfuerzos de consolidación fiscal, en 2013 algunos países —como Irlanda, España y Chipre— mantendrían todavía déficits superiores al 6 % del PIB (véase cuadro 4).

Tras revisar los programas de estabilidad y las notificaciones del procedimiento de déficit excesivo (PDE), el ECOFIN del 21 de junio decidió derogar el PDE de Italia, tras comprobar que este país había adoptado las acciones necesarias para situar su déficit por debajo del 3 % de forma duradera, si bien la decisión podría ser revisada si la falta de consenso político no permitiera materializar la subida impositiva programada para alcanzar ese objetivo. Además, acordó una extensión de los plazos para situar el déficit por debajo del valor de referencia para aquellas economías que se enfrentaban a más dificultades para alcanzar los objetivos nominales por el deterioro de la situación macroeconómica, aunque se mantienen los compromisos de consolidación en términos estructurales. Así, el ECOFIN concedió dos años más a España, Francia y Eslovenia, y uno a Portugal y Holanda,

Porcentaje del PIB

	2011	2012		2013		2014	
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)	FMI (c)
Bélgica	-3,7	-3,9	-2,9	-2,6	-2,9	-3,1	-2,1
Alemania	-0,8	0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,1
Estonia	1,2	-0,3	-0,3	0,4	-0,3	0,2	0,4
Irlanda	-13,4	-7,6	-7,5	-7,5	-7,5	-4,3	-4,5
Grecia	-9,5	-10,0	-3,8	-4,6	-3,8	-2,6	-3,4
España	-9,4	-10,6	-6,5	-6,6	-6,5	-7,0	-6,9
Francia	-5,3	-4,8	-3,9	-3,7	-3,9	-4,2	-3,5
Italia	-3,8	-3,0	-2,9	-2,6	-2,9	-2,5	-2,3
Chipre	-6,3	-6,3	-6,5	--	-6,5	-8,4	--
Luxemburgo	-0,2	-0,8	-0,2	-1,0	-0,2	-0,4	-1,3
Malta	-2,8	-3,3	-3,7	-2,9	-3,7	-3,6	-2,9
Holanda	-4,5	-4,1	-3,6	-3,4	-3,6	-3,6	-3,7
Austria	-2,5	-2,5	-2,2	-2,2	-2,2	-1,8	-1,5
Portugal	-4,4	-6,4	-5,5	-5,5	-5,5	-4,0	-4,0
Eslovenia	-6,4	-4,0	-5,3	-6,0	-5,3	-4,9	
Eslovaquia	-5,1	-4,3	-3,0	-6,9	-3,0	-3,1	-4,3
Finlandia	-0,8	-1,9	-1,8	-2,0	-1,8	-1,5	-1,3
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-1,1	-0,6	0,2	0,0		0,3	0,2
Saldo total	-4,2	-3,7	-2,9	-2,9	-2,9	-2,8	-2,6
Deuda pública	88,0	92,7	95,5	95,0	95,5	96,0	95,3

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

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

b Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2013.

c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2013.

d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2013.

dándoles hasta el 1 de octubre de 2013 para adoptar y anunciar públicamente medidas suficientes para garantizar el cumplimiento de los compromisos. En el caso de Malta se decidió reabrir el PDE ante la perspectiva de deterioro de las cuentas públicas de esta economía, mientras que en el de Bélgica se considera que no ha adoptado las medidas necesarias para cumplir los compromisos, de modo que deberá remitir a la Comisión, antes del 21 de septiembre de 2013, un informe en el que detalle medidas concretas para reconducir sus finanzas públicas y presentar informes trimestrales sobre la ejecución presupuestaria.

Durante el mes de junio se aprobaron, en el marco del Semestre Europeo, las recomendaciones de política económica y fiscal elaboradas por la Comisión Europea para cada uno de los 23 países de la Unión Europea no sujetos a programa de asistencia financiera. Estas recomendaciones se elaboran tras la revisión por parte de la CE de los progresos realizados en cada país y de los planes presupuestarios y de reforma estructural que se plasman en los programas nacionales de reforma y en los programas de estabilidad y convergencia. También se incorporan las recomendaciones establecidas en el brazo preventivo del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, tras la realización por parte de la CE de un análisis en profundidad de los desequilibrios de aquellos Estados miembros que presentan mayores riesgos. Por otra parte, el conjunto de las recomendaciones mantienen el énfasis en la necesidad de lograr una consolidación fiscal que no

obstaculice el crecimiento, reorientando la imposición hacia aquellas figuras que tienen menores efectos adversos sobre la actividad y el empleo, y de profundizar en la reforma de los sistemas de pensiones para favorecer la sostenibilidad de las finanzas públicas. En el caso de las reformas estructurales, las recomendaciones reclaman una mayor ambición, especialmente en la liberalización de las actividades de servicios profesionales y las industrias de red, y en la eliminación de la segmentación de los mercados de trabajo.

En este sentido, el Consejo de 27 y 28 de junio ha tratado de reactivar el énfasis en las políticas de crecimiento que habían dominado la cumbre de un año antes, lo que se ha materializado en dos iniciativas para reducir el desempleo juvenil y facilitar la financiación de las pymes. En concreto, el Consejo acordó ampliar y acelerar el desembolso de los fondos con que se ha dotado la Iniciativa de Empleo Juvenil en los presupuestos europeos de los años 2014-2020. Con ello se trata de promover la aplicación de la denominada «Garantía Juvenil» en aquellas regiones de la UE que en 2012 tuvieron una tasa de desempleo juvenil superior al 25 %, para que los jóvenes reciban una oferta de empleo o de educación en un plazo de cuatro meses desde que salen del sistema educativo o de otro empleo. También se intensifican los programas destinados a impulsar la movilidad de los jóvenes (EURES y Erasmus+ para la formación profesional en otros países) y la creación de una red transnacional de servicios públicos de empleo. Asimismo, se adoptó un Plan de Inversión Europeo, que trata de movilizar financiación para las pymes haciendo uso del aumento del capital del Banco Europeo de Inversiones (BEI) que se acordó en la cumbre de junio de 2012 y de otros fondos procedentes del presupuesto europeo, que se emplearán para garantizar o avalar la concesión de créditos por la banca privada, en proyectos en los que el BEI compartirá riesgos con la Comisión Europea.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

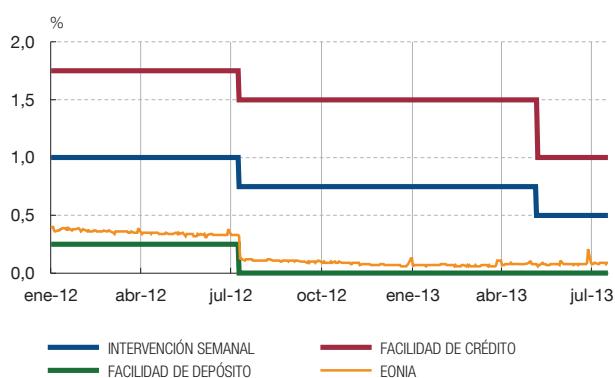
El proceso de corrección de la fragmentación financiera que afecta a la zona del euro registró escasos progresos en el transcurso del trimestre. La tendencia hacia la normalización de las condiciones en los mercados financieros, que se había reiniciado en abril, se detuvo de nuevo en mayo debido al reavivamiento de diversos focos de tensión, de índole principalmente política, en algunos de los países vulnerables, y a la constatación de la existencia de dificultades en el proceso de construcción de la unión bancaria. En el ámbito global, las perspectivas de cambio de ciclo en la política monetaria de la Reserva Federal contribuyeron al aumento de la volatilidad en los mercados y al incremento de los tipos de interés a más largo plazo, dando lugar a un endurecimiento en las condiciones de financiación de empresas y familias que resultaba contraproducente en la coyuntura de debilidad del área del euro. La publicación por parte del BCE de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, conocida como *forward guidance* en la literatura académica, ha sido eficaz para anclar con mayor firmeza las expectativas sobre el mantenimiento del tono acomodaticio de la política monetaria del BCE y estabilizar así los mercados monetarios.

En un contexto de debilidad de la actividad económica y de escasas presiones inflacionistas, como se ha descrito en el epígrafe anterior, el Consejo de Gobierno del BCE decidió relajar el tono de la política monetaria, reduciendo en 25 pb, en su reunión de principios de mayo, los tipos oficiales para las operaciones principales de financiación hasta el 0,5 %, y en 50 pb, hasta el 1 %, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito. Asimismo, mantuvo inalterados los tipos de interés para la facilidad de depósito en el 0 %, de tal manera que la amplitud del corredor delimitado por los tipos de interés de las facilidades marginales se redujo de 150 pb a 100 pb. También en la reunión de mayo, el Eurosistema anunció que mantendría en sus operaciones de refinanciación el procedimiento de subastas a tipo fijo y adjudicación plena hasta, al menos, el final del sexto período de mantenimiento

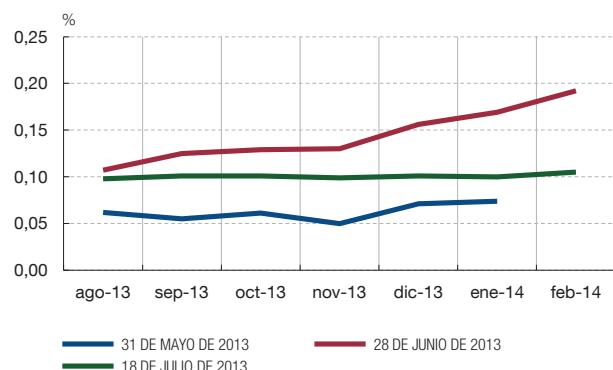
## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12

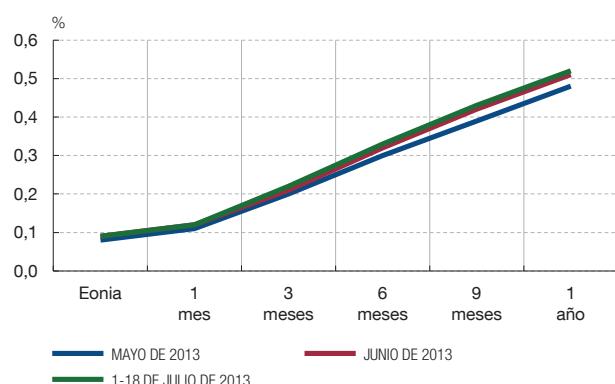
### EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



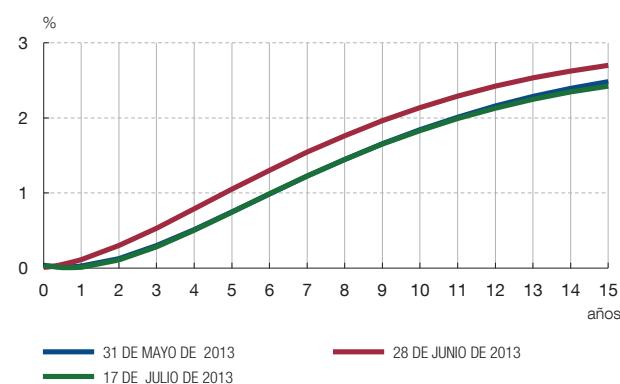
### TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



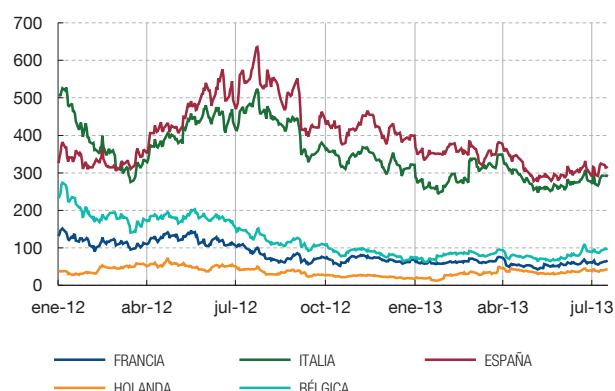
### MERCADO INTERBANCARIO



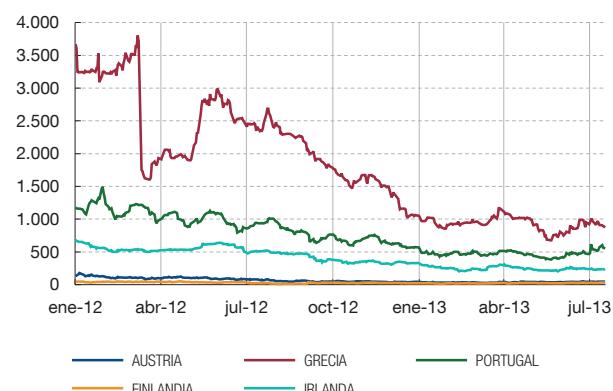
### CURVA CUPÓN CERO (a)



### DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



### DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



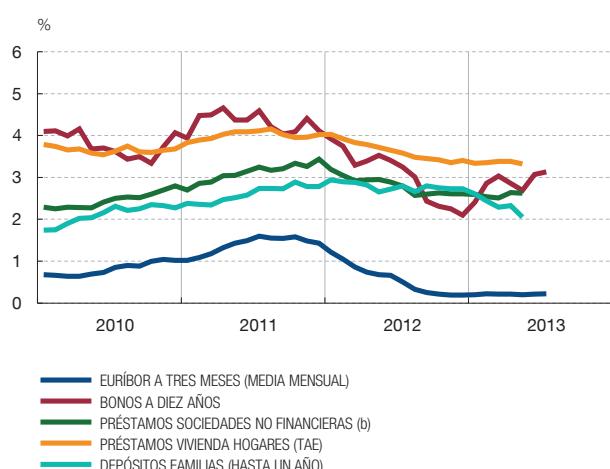
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

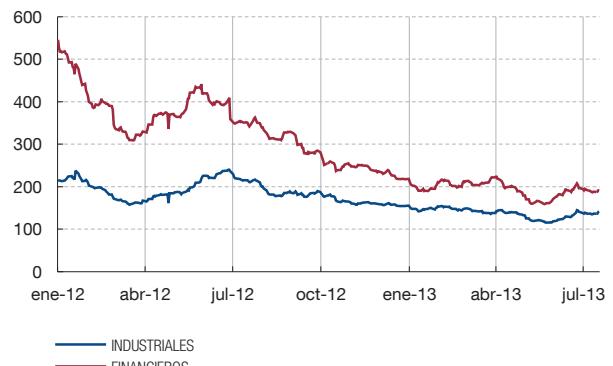
de 2014, y que comenzarían a estudiarse medidas de fomento del mercado de activos respaldados con crédito a las pymes.

En su reunión de comienzos de julio, el Consejo de Gobierno del BCE introdujo una importante novedad en su política de comunicación, haciendo explícita su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles actuales o más reducidos

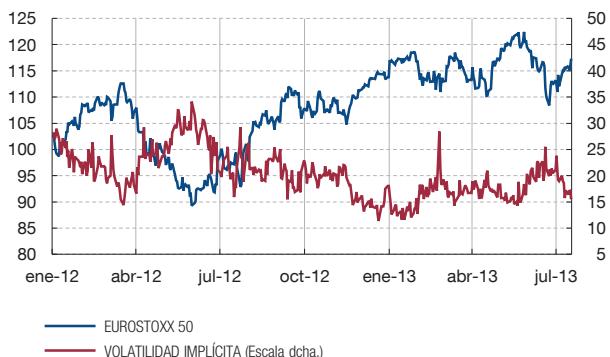
EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



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.

durante un período de tiempo prolongado. El Consejo de Gobierno basó esta expectativa en las perspectivas de inflación contenidas en el medio plazo, acorde con la debilidad de la actividad y la atonía en la evolución monetaria. Esta decisión, que no implica cambio en el objetivo o en la estrategia de política monetaria, pretende revertir un endurecimiento descrito de las condiciones financieras, en un contexto en el que el margen de maniobra en el ámbito convencional de la política monetaria es escaso. La medida es también compatible con el mantenimiento de la provisión abundante de liquidez mediante las subastas a tipo fijo y adjudicación plena hasta julio de 2014.

La evolución de los mercados monetarios y de capitales de la zona del euro se vio muy condicionada por las perturbaciones y los focos de tensión mencionados al inicio del epígrafe. Así, en el mercado interbancario, los tipos de interés tendieron a incrementarse ligeramente a lo largo del segundo trimestre, manteniéndose, no obstante, en niveles históricamente bajos. En cuanto a los mercados de deuda, ya desde primeros de mayo se observó un aumento progresivo y generalizado de los rendimientos en todo el mundo, que también se contagió a los mercados de deuda soberana europea (véase gráfico 12). En las bolsas, en cambio, se retrasó un poco el contagio, experimentando un deterioro en junio,

que revirtió parcialmente en julio. En el segundo trimestre en su conjunto, el índice EUROSTOXX 50 acumuló un avance del 3,6 %. La evolución del tipo de cambio también mostró durante este período una marcada volatilidad, apreciándose un 2,2 % frente al dólar (véase gráfico 13).

El contexto de elevada incertidumbre y de caída en la actividad económica continuó condicionando la evolución del crédito al sector privado, en un contexto en el que el coste de la financiación permanece en niveles excesivamente elevados en algunos países del área. El crecimiento del crédito a hogares se situó en el 0,3 %, con una ralentización de la financiación para la adquisición de vivienda (crecimiento interanual del 1 % en mayo) y del crédito al consumo, que alcanzó una caída interanual del 3,5 % en mayo. Por su parte, la contracción en el caso de los préstamos a sociedades no financieras se situó en el -2,1 %, apreciándose además grandes divergencias entre países.

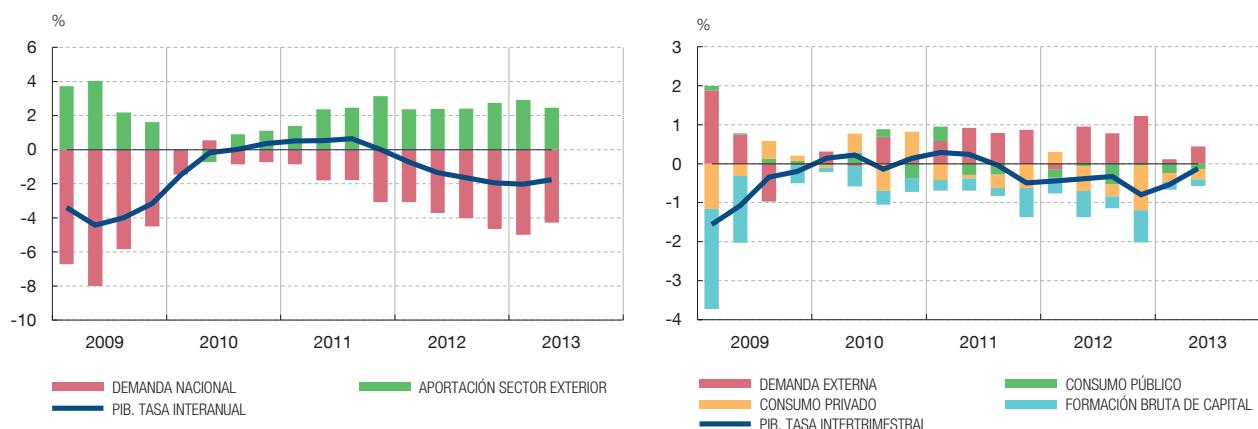
La información coyuntural acerca de la evolución de la economía española en el segundo trimestre de 2013 apunta a una moderación del ritmo de contracción de la actividad, de modo que el PIB se habría reducido un 0,1 % en tasa intertrimestral, frente a la caída de medio punto porcentual del primer trimestre (véase gráfico 14). El menor descenso del producto habría sido consecuencia, principalmente, de la ampliación de la contribución positiva del sector exterior (en tres décimas, hasta 0,4 pp), sustentada en el repunte de las exportaciones de bienes y servicios, propiciado por un mayor dinamismo de los mercados mundiales tras la ralentización de los meses iniciales del ejercicio. Por su parte, la demanda nacional habría registrado una caída intertrimestral del 0,6 %, similar a la del primer trimestre, en un entorno en que el gasto de familias y empresas habría seguido acusando los efectos contractivos del desendeudamiento y de la consolidación presupuestaria y en el que la incertidumbre que afecta a ámbitos relevantes para las decisiones de consumo e inversión, como los relativos al mercado de trabajo o a las condiciones de financiación, no acaba de disiparse. La mejora de los indicadores coyunturales que se ha apreciado recientemente apunta hacia una evolución de corto plazo algo más favorable que la proyectada hace unos meses, si bien la persistencia de los anteriores efectos sobre el gasto de los agentes sugiere que las perspectivas de medio plazo para la economía española no han cambiado sustancialmente.

En tasa interanual, el descenso del PIB en el segundo trimestre se habría atenuado en dos décimas, hasta el -1,8 %. Por otro lado, el comportamiento contractivo del empleo habría experimentado una moderación sustancial, con una caída intertrimestral estimada del 0,3 %, que representaría la tasa menos desfavorable de los dos últimos años. En términos interanuales, el retroceso del empleo se habría atenuado en medio punto porcentual, hasta el -4 %. De confirmarse estas cifras, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo en el conjunto de la economía se habría desacelerado, por tanto, en tres décimas, hasta el 2,3 %, si bien en la economía de mercado el ritmo de avance habría sido solo ligeramente inferior al 2,7 % estimado en el primer trimestre. La remuneración por asalariado en las ramas de mercado habría descendido un 0,6 % (frente al -0,9 % del primer trimestre), lo que, junto con la evolución de la productividad, habría determinado una ligera desaceleración en la senda de caída de los costes laborales unitarios, cuyo ajuste sigue siendo sustancial.

Por su parte, los precios se han visto condicionados durante el segundo trimestre, en parte, por la evolución algo errática del componente energético. De este modo, la tasa de avance interanual del IPC general descendió entre marzo y abril en 1 pp, hasta el 1,4 %, para rebotar posteriormente hasta el 2,1 % en junio. El IPSEBENE, que ofrece una descripción más adecuada de las tendencias inflacionistas subyacentes en la economía, se desaceleró en tres décimas entre marzo y junio, hasta el 2 %. En la segunda mitad del año se espera que se intensifique la reducción del ritmo de avance de este indicador, como consecuencia, fundamentalmente, de la desaparición del efecto base al que dieron lugar las subidas de los tipos de la imposición indirecta y de los precios regulados de algunos bienes y servicios adoptadas en el segundo semestre del año pasado.

#### 4.1 Demanda

El consumo de los hogares prolongó su tónica de debilidad en el segundo trimestre del año. De acuerdo con la evolución de los indicadores hasta ahora conocidos, se estima que este componente de la demanda habría experimentado un descenso intertrimestral



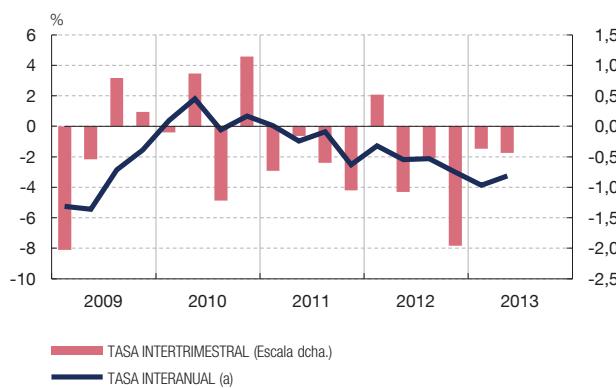
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

del 0,4 %, en línea con el registrado en el primer trimestre (véase gráfico 15). Entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza de los consumidores volvió a mejorar en el segundo trimestre, aunque lo hizo en menor medida que en el primero. También el indicador de confianza de los comerciantes minoristas avanzó en los meses de primavera, impulsado por el componente vinculado a las expectativas de demanda futura. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de automóviles particulares registraron en el segundo trimestre un nuevo aumento en tasa intertrimestral, en términos de la serie corregida de estacionalidad y efectos calendario, aunque la magnitud del avance, del 6,9 %, fue menor que la observada en el período enero-marzo. La evolución positiva durante el conjunto del primer semestre del año se debe, parcialmente, al impacto del Programa de Incentivo al Vehículo Eficiente (PIVE) y su posterior prórroga. Por su parte, tanto el índice de comercio al por menor como el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, moderaron en el promedio de abril y mayo su retroceso interanual en relación con el observado en el primer trimestre.

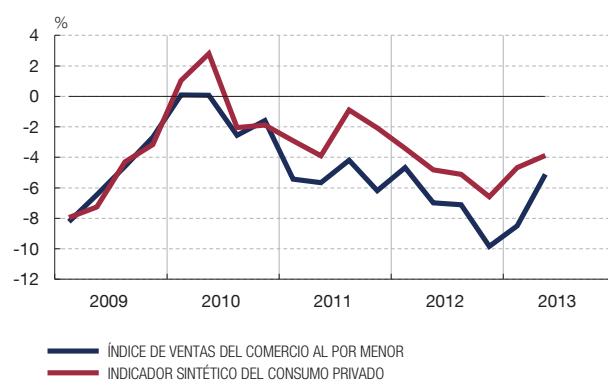
De acuerdo con los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la tasa de ahorro de los hogares españoles se situó en el 8,5 % de su renta disponible en el período enero-marzo, en términos acumulados de cuatro trimestres, tres décimas más que en el trimestre anterior. Este repunte, que constituye el primer aumento de la tasa de ahorro desde que esta variable alcanzara un máximo en 2009, se vio favorecido por el descenso del consumo en términos nominales, en un contexto en que la caída de la renta bruta disponible se ralentizó en una décima, hasta el -2,6 %. Por fuentes de renta, la mejora de las aportaciones de las AAPP y del excedente bruto de explotación compensó el aumento de la contribución negativa de la remuneración de asalariados. Este aumento del ahorro de los hogares condujo a una ampliación de tres décimas de la capacidad de financiación del sector, hasta el 1,2 % del PIB.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles apuntan, como ya sucediera en el trimestre anterior, a una cierta suavización del ritmo de descenso interanual. En términos intertrimestrales, la variación habría sido, como en el primer trimestre, ligeramente positiva (véase gráfico 16). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga registraron en el período abril-junio una tasa intertrimestral positiva por primera vez desde finales de 2010. Por otro lado, tanto la producción como las importaciones de este tipo de bienes vienen registrando desde el inicio del año una evolución más favorable

CONSUMO PRIVADO (CNTR)



INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



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

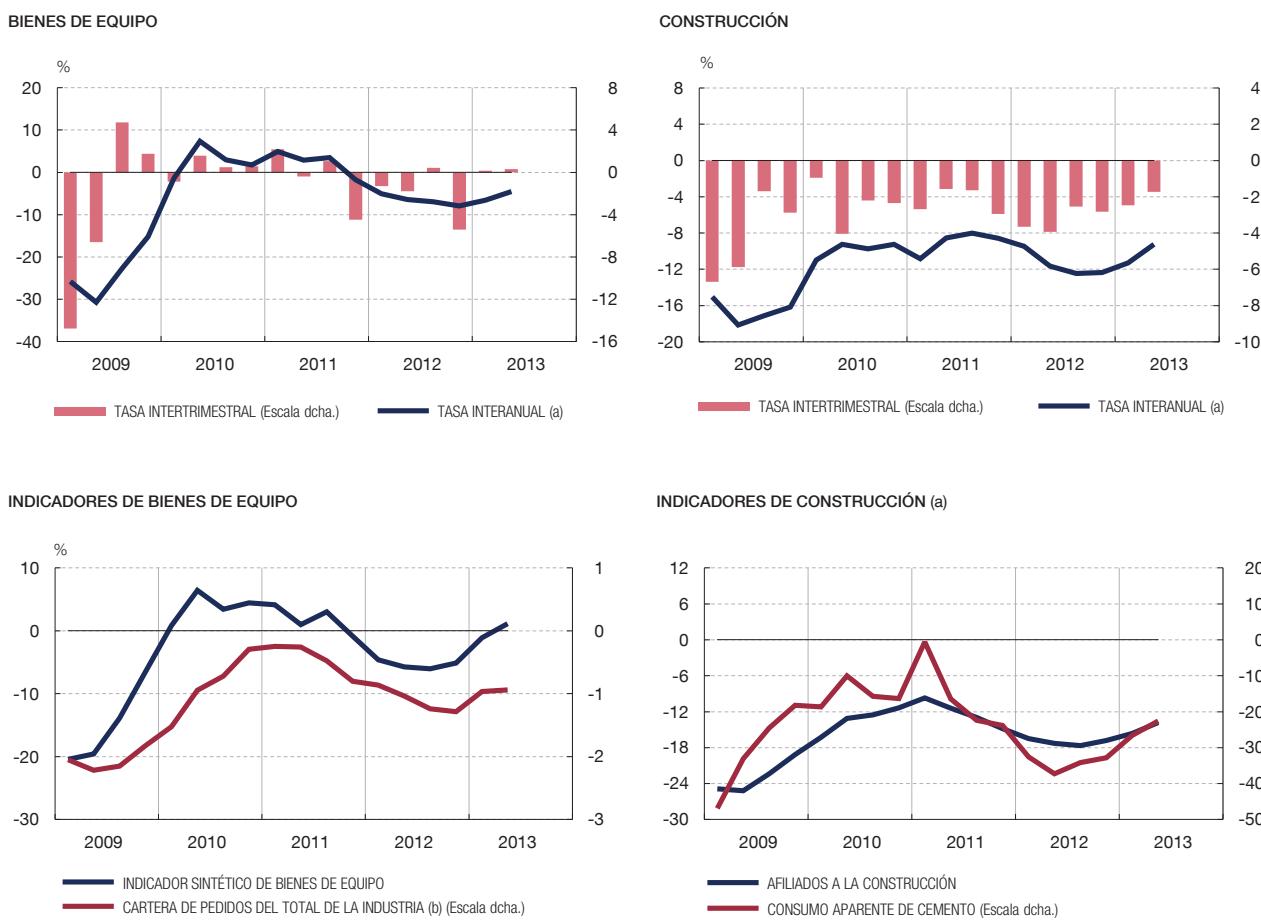
a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

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

que en el tramo final de 2012. Por lo que respecta a las fuentes de información cualitativa, la confianza empresarial aumentó ligeramente en el segundo trimestre, tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo, prolongando la trayectoria de suave mejora observada desde finales del año pasado. No obstante, el nivel de estos indicadores sigue siendo relativamente reducido, dado el elevado grado de incertidumbre que continúa rodeando el contexto de toma de decisiones empresariales.

La capacidad de financiación de las empresas no financieras mantuvo su senda de mejora en el primer trimestre del año, hasta situarse en el 4,7 % del PIB, con datos acumulados de cuatro trimestres (1,2 pp más que en el cierre de 2012). Este aumento se apoyó, como en trimestres anteriores, en el incremento del ahorro empresarial, aunque también se produjo una disminución de la inversión. Por su parte, la ampliación del ahorro fue el resultado de la reducción de los intereses pagados y del comportamiento expansivo del excedente, que, entre otros factores, podría estar reflejando la necesidad, por parte de las empresas, de sanear sus balances mediante la generación de recursos internos y fortalecer así su capacidad de autofinanciación.

La inversión en construcción mantuvo, en el segundo trimestre, la tónica contractiva de los últimos años, como consecuencia tanto de la prolongación del ajuste en el segmento

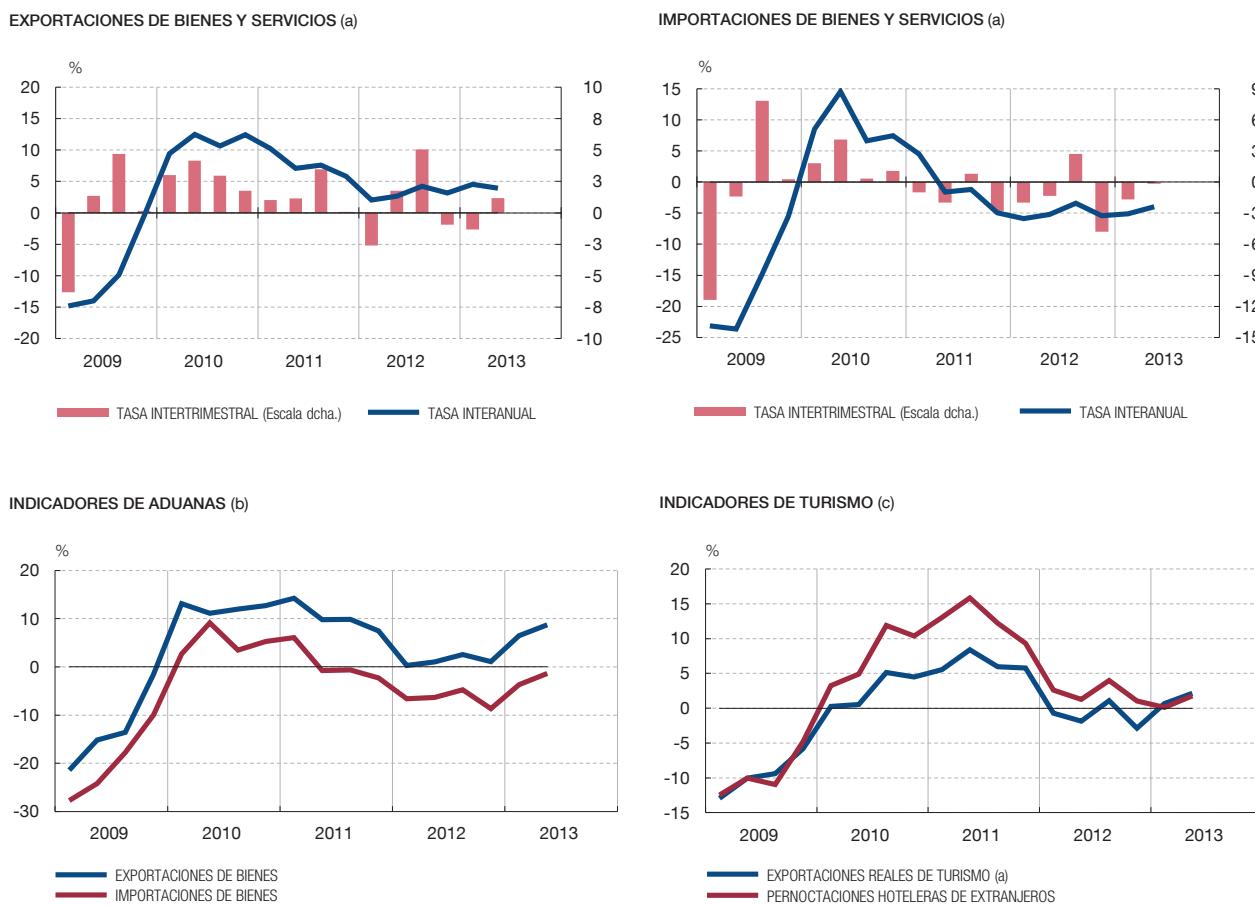


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Servicio Público de Empleo Estatal y Banco de España.

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).

residencial como del efecto de la consolidación fiscal sobre la obra civil (véase gráfico 16). Entre los indicadores contemporáneos, la información más reciente relativa a los afiliados en la construcción muestra una cierta atenuación de la tasa de retroceso intertrimestral en el segundo trimestre del año (de seis décimas, hasta el -2,7 %), mientras que los indicadores de consumos intermedios referidos al bimestre abril-mayo apuntan a una ligera aceleración de la caída intertrimestral del consumo aparente de cemento y de la producción de minerales no metálicos. Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial habría vuelto a caer a una tasa intertrimestral similar a la de los dos trimestres precedentes, a tenor de la evolución de la brecha positiva entre el número de viviendas terminadas y el de viviendas iniciadas. Las iniciaciones han vuelto a retroceder en marzo y abril, tras el comportamiento algo más expansivo de los dos primeros meses del año. En concreto, en abril se visaron en torno a 2.600 viviendas, un 31 % menos que un año antes. En relación con las transacciones, en el primer trimestre de 2013 se vendieron aproximadamente 54.500 viviendas, cifra que es un 20 % inferior a la del mismo período de 2012 y que representa el nivel más bajo de toda la serie. En parte, este descenso en las transacciones estaría reflejando el adelanto de compras a los últimos meses del pasado año ante los cambios fiscales que entraron en vigor en enero de 2013 (la supresión de la desgravación en el IRPF por compra de vivienda y la subida en el tipo del IVA del 4 % al 10 %). Por lo que respecta al componente de inversión en otras construcciones, tanto la superficie vivida en edificación no residencial como los presupuestos licitados en obra civil han



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 con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales, ajustadas de estacionalidad.

c Series ajustadas de estacionalidad.

atenuado recientemente su elevado ritmo de contracción, de acuerdo con la información disponible hasta abril.

Por su parte, los datos disponibles de consumo de las AAPP apuntan hacia una nueva reducción de este componente de la demanda en el segundo trimestre del año, aunque, posiblemente, menos intensa que la observada en el primero. En el apartado de gastos de personal, las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP registraron en el período abril-junio una caída ligeramente inferior a la observada en el primer trimestre. Por su parte, los indicadores relativos al gasto en consumo final no salarial parecen apuntar, con información hasta mayo, a un mantenimiento del proceso de corrección que se viene observando en los últimos trimestres.

En cuanto a la evolución de la demanda exterior neta, se estima que su contribución al crecimiento intertrimestral del PIB se incrementó en el segundo trimestre del año, hasta 0,4 pp. Esta evolución reflejó el dinamismo de las exportaciones, que, tras los retrocesos de los dos trimestres precedentes, volvieron a registrar tasas de variación positivas, mientras que las importaciones moderaron su ritmo de caída (véase gráfico 17). En términos interanuales, la contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se redujo hasta 2,5 pp. La recuperación de la demanda mundial, tras la ralentización experi-

mentada en el primer trimestre, la reorientación de nuestras ventas hacia los mercados emergentes y el aumento sostenido del número de empresas españolas que venden parte de su producción en el exterior estarían favoreciendo el avance de las exportaciones. La contención de los precios de exportación (en especial, de los correspondientes a las ventas dirigidas fuera de la UE) ilustra el esfuerzo de las empresas españolas para preservar las ganancias de competitividad en un contexto en el que la evolución del tipo de cambio efectivo fue menos favorable en la primera mitad del año. Por su parte, la evolución de las importaciones continúa condicionada por la debilidad de la demanda interna.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes intensificaron su crecimiento en los dos primeros meses del segundo trimestre, hasta un 11,7 % interanual, frente al 5,3 % registrado en el primer trimestre de 2013 (véase gráfico 17). Si bien esta tasa está afectada al alza por el diferente calendario de Semana Santa, que en este año se ha celebrado en marzo, mientras que el año pasado tuvo lugar en abril, el dato de mayo, con un crecimiento de las exportaciones del 7,7 %, confirmó la fortaleza de las ventas de bienes al exterior. Por grupos de productos, destacó el avance de las exportaciones de bienes de equipo —aunque el dato está muy condicionado por una operación de venta de un barco en abril—, seguido por el de las ventas al exterior de bienes de consumo no alimenticio y, en menor medida, por las exportaciones de bienes intermedios. Finalmente, las ventas al exterior de alimentos retomaron crecimientos positivos en abril-mayo. Por áreas geográficas, sobresalió el incremento de las exportaciones extracomunitarias, muy superior al de las dirigidas a la zona del euro (22,4 % y 4,7 %, respectivamente). El aumento de las exportaciones comunitarias fue generalizado por países, destacando la recuperación de las ventas a Portugal, Italia y Francia, tras los descensos del primer trimestre, y la fortaleza de las dirigidas al Reino Unido. En cuanto a las exportaciones al resto del mundo, mostraron un dinamismo especialmente notable las dirigidas a América Latina, China, Estados Unidos, Rusia, países del norte de África y los nuevos países industrializados de Asia, mientras que se desaceleraron las ventas a los países productores de petróleo agrupados en la OPEP, aunque el crecimiento acumulado de las ventas a estos países en los primeros cinco meses del año continuó siendo muy elevado.

Respecto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información disponible apunta a un comportamiento muy positivo del turismo internacional en el segundo trimestre del año, como refleja la evolución de las entradas de turistas extranjeros y de las pernoctaciones hoteleras, que repuntaron en el período abril-mayo a tasas interanuales del 5,2 % y del 4,8 %, respectivamente. A este crecimiento contribuyeron nuestros mercados tradicionales (especialmente, Reino Unido), así como Francia, países nórdicos y Rusia. Asimismo, el gasto nominal total de los turistas creció un 7 % interanual en los meses de abril y mayo, según los datos de EGATUR, fundamentalmente por el aumento del gasto medio por turista. Por su parte, en el segundo trimestre se habría moderado el ritmo de avance de las exportaciones de servicios no turísticos, en línea con la senda mostrada por los datos nominales de la Balanza de Pagos.

Según la información de Aduanas, las importaciones reales de bienes aumentaron un 9,1 % interanual en los meses de abril y mayo, frente al retroceso del 3,7 % registrado en el primer trimestre de 2013, si bien, como se ha señalado anteriormente, esta tasa está sesgada al alza por el impacto de la Semana Santa. Por grupos de productos, el aumento fue generalizado, destacando el dinamismo de las compras al exterior de bienes de equipo e intermedios, tanto energéticos como, en menor medida, industriales. En particular, de productos químicos y bienes destinados a la industria alimenticia y textil y a la fabricación

de medios de transporte. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo, tanto alimenticio como no alimenticio, también mostraron tasas de avance significativas, destacando, en el segundo caso, las importaciones de automóviles de gama baja. Por último, las importaciones reales de servicios habrían continuado disminuyendo a tasas elevadas en el período abril-junio.

#### 4.2 Producción y empleo

Durante el segundo trimestre, el ritmo de contracción intertrimestral del valor añadido bruto de la economía de mercado se habría atenuado, a la vista de la evolución de los indicadores de actividad, con intensidad creciente a lo largo del período comprendido entre abril y junio, lo que apuntaría a una cierta mejora de las perspectivas para los meses de verano.

En concreto, el retroceso de la actividad industrial habría seguido ralentizándose, por el efecto positivo de la demanda exterior. Entre los indicadores cuantitativos, la caída intertrimestral de los afiliados a la Seguridad Social en las ramas industriales se desaceleró en tres décimas, hasta el 0,9 %. Además, el ritmo de descenso del IPI se moderó en los meses de abril y mayo, en términos de la serie corregida de estacionalidad y efectos calendario. Esta evolución fue generalizada por destino económico de la producción, siendo especialmente destacable la recuperación del componente de bienes de equipo, que registró una tasa interanual positiva por primera vez en más de un año. Por lo que respecta a la información cualitativa, cabe destacar la trayectoria creciente a lo largo del trimestre del PMI de manufacturas, hasta alcanzar en junio, por primera vez en algo más de dos años, el nivel de 50, que representa la frontera teórica entre la expansión y la contracción de la actividad del sector. Además, también el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea registró un avance en el promedio trimestral. Por su parte, la información que se desprende del conjunto de indicadores relativos a la actividad en la construcción apunta a una prolongación del ritmo de contracción del sector.

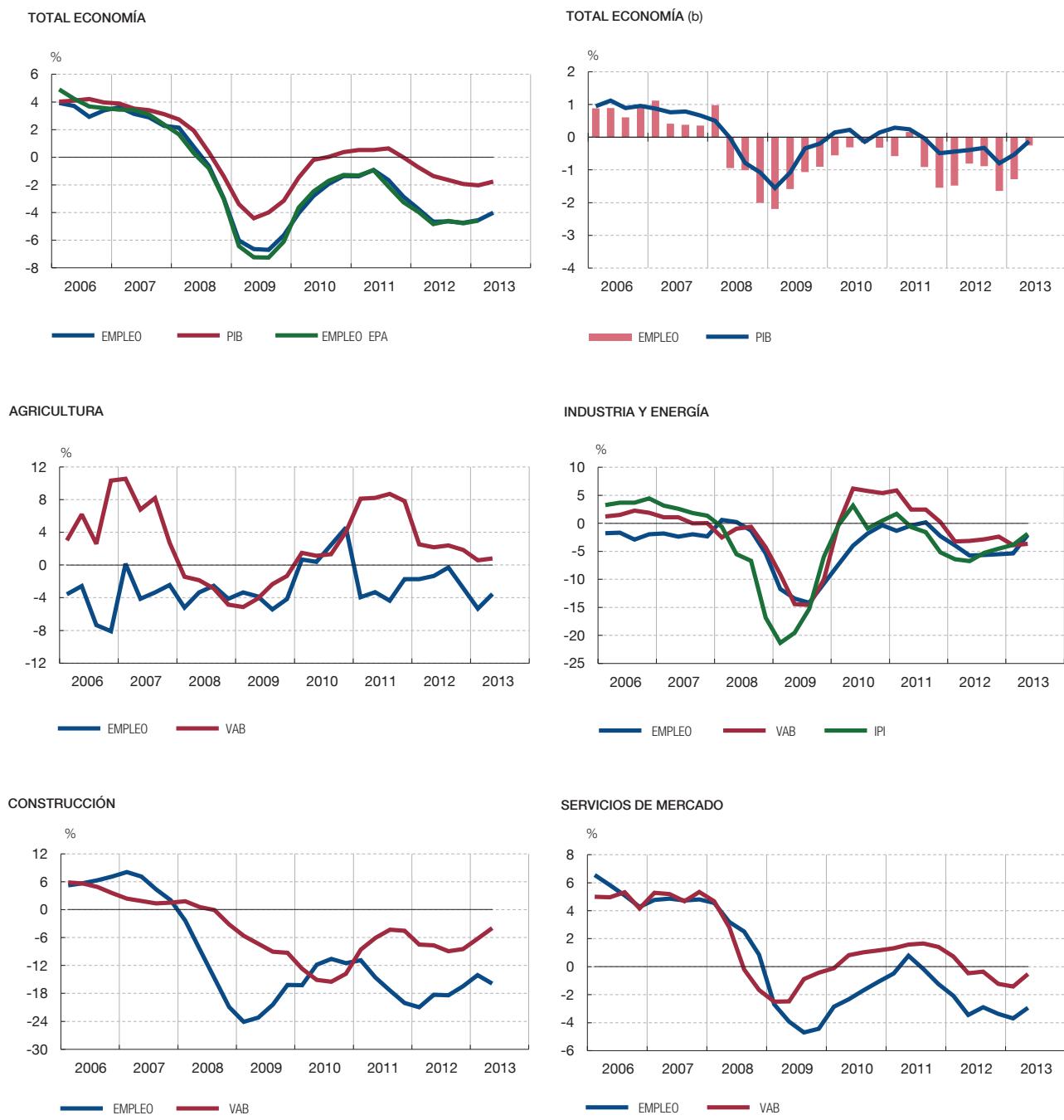
En cuanto a las ramas de servicios, el nivel de los indicadores cualitativos aumentó progresivamente a lo largo del trimestre, si bien, en este caso, el PMI correspondiente continuaba apuntando en junio a una contracción de la actividad. La evolución del empleo del sector fue también relativamente favorable, al estabilizarse, en tasa intertrimestral, la cifra de trabajadores afiliados a la Seguridad Social, frente al descenso del 0,2 % del primer trimestre del año, en términos de la serie corregida de estacionalidad y calendario y del efecto de las bajas de cuidadores no profesionales<sup>7</sup>. Otros indicadores, como las ventas de grandes empresas de la Agencia Tributaria o el indicador de actividad del sector servicios en el período abril-mayo, evidenciaron igualmente una mejoría en el comportamiento del sector, más acusado en las ramas de comercio y hostelería.

En cuanto al mercado de trabajo, las afiliaciones a la Seguridad Social moderaron el ritmo de descenso interanual observado en el trimestre anterior, hasta el -2,9 % para la serie corregida por las bajas de cuidadores no profesionales (-3,6 % en el primer trimestre del año). En términos intertrimestrales y corregidos de estacionalidad, la afiliación redujo por tercer trimestre consecutivo su ritmo de descenso, situándose en un -0,4 % en el segundo trimestre. Aunque esta contención en el descenso de la afiliación fue generalizada, fue de magnitud superior en

<sup>7</sup> Por la entrada en vigor del Real Decreto 20/2012, desde el 1 de noviembre los cuidadores no profesionales de personas dependientes dejaron de tener derecho a la cotización gratuita a la Seguridad Social (en vigor desde enero de 2008). Esto provocó la baja de casi 150.000 afiliados entre noviembre y diciembre de 2012, de los 173.000 en alta en el mes de octubre. En junio de 2013 permanecían 19.300 cuidadores no profesionales en situación de alta. Sin la corrección de este efecto, el descenso de los afiliados a la Seguridad Social fue del 3,8 % en el segundo trimestre de 2013.

VALOR AÑADIDO BRUTO Y EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 18



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. Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

la construcción, presentando, no obstante, la tasa negativa más elevada (-13,8 %). Dentro del conjunto de los servicios, el agregado de afiliados al Régimen General en ramas de no mercado<sup>8</sup> registró una tasa interanual del -2,2 %, frente al -3,3 % del trimestre anterior. Este comportamiento de la afiliación observado en el segundo trimestre del año se trasladaría al empleo en términos de la CNTR, que moderaría su tasa de caída en medio punto respecto a la del primer trimestre, situándose en el entorno del -4 %.

8 Agregación de las secciones de Administración Pública y Defensa, Educación y Sanidad del Régimen General.

En relación con el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), entre abril y junio se prolongó la senda de moderación que venía mostrando en los últimos tres trimestres, con un incremento del 4,1 % en tasa interanual, frente al avance del 7,1 % del trimestre precedente. De hecho, si se ajusta de estacionalidad, los avances intermensuales son prácticamente nulos o negativos desde el mes de diciembre pasado. En conjunto, el comportamiento del paro registrado en el SEPE apuntaría a una nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual del número de parados en el segundo trimestre, según la EPA, que podría llevar a un leve descenso de la tasa de paro en este período.

Por su parte, la contratación registrada en el SEPE registró un aumento interanual del 1,1 % en el segundo trimestre del presente ejercicio tras dos trimestres de caídas, a pesar del acusado descenso observado en junio (-7,9 %). No obstante, esta última cifra está muy afectada por la inclusión de los contratos relacionados con el Régimen Especial del Servicio Doméstico en 2012, que ha provocado un acusado descenso interanual de la contratación indefinida (-31,3 %)<sup>9</sup>. Por su parte, la contratación temporal aumentó un 5,2 % en el segundo trimestre, lo que se trasladó a un descenso del peso de la contratación indefinida sobre el total, hasta el 7,6 % de este. El avance de los contratos a tiempo parcial (2,3 %) fue superior al de los de tiempo completo (0,5 %).

#### 4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados entre enero y junio mostraron un incremento de las tarifas salariales del 0,7 % en el período transcurrido de 2013, frente al 1,2 % del conjunto de 2012. De este modo, el incremento salarial observado se aproxima a la recomendación del 0,6 % para 2013 contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos del 2012 (véase gráfico 19). No obstante, este dato podría ser poco representativo de la evolución de la negociación colectiva, al afectar a unos 2,1 millones de trabajadores, cifra notablemente inferior a los 2,9 millones de trabajadores afectados en el mismo período del año anterior. El aumento de la tarifa salarial fue el resultado de crecimientos dispares entre los convenios revisados —esto es, los acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores— y los de nueva firma, con un incremento medio de las tarifas del 0,8 % y del 0,4 %, respectivamente. En cualquier caso, ambos colectivos muestran una moderación importante respecto a los acuerdos firmados el año pasado, cuando presentaron incrementos salariales del 1,8 % y del 0,9 %, respectivamente. Esta mayor moderación en los convenios de nueva firma podría intensificarse en los próximos meses, en la medida en que el fin del período de un año de ultraactividad establecido por la reforma laboral contribuya a agilizar la negociación de aquellos.

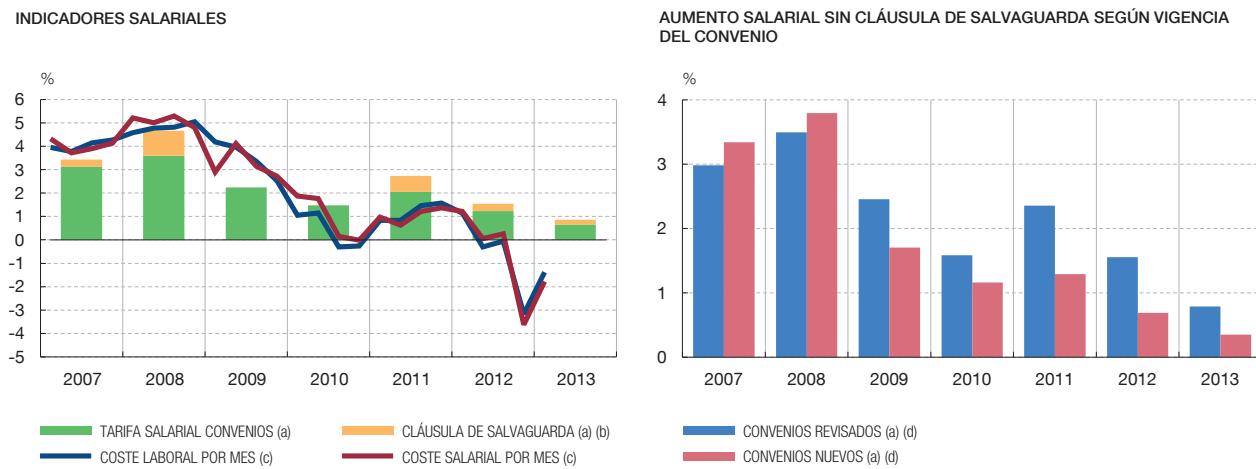
En términos de los indicadores más amplios de coste laboral, esta notable moderación salarial se trasladó a la remuneración por asalariado de la CNTR, que descendió un 0,9 % en el primer trimestre en la economía de mercado, y cabe esperar que continúe en los próximos trimestres, aunque los datos hasta junio sobre retribución media en las grandes empresas proporcionados por la Agencia Tributaria apuntan a una contención en el ritmo de descenso de los costes laborales.

En el segundo trimestre de 2013, el deflactor del PIB habría mostrado un avance del 1,2 %, tres décimas más que el trimestre anterior. El deflactor de la demanda final habría crecido a una tasa similar a la del trimestre precedente, compensándose de modo aproximado

<sup>9</sup> En los meses de junio y julio de 2012 se observó un aumento muy elevado de los contratos, la mayor parte indefinidos a tiempo parcial, al coincidir con el final del período especial de incorporación al Régimen General de la Seguridad Social de las personas inscritas anteriormente en el Régimen Especial del Servicio Doméstico.

## EVOLUCIÓN DE INDICADORES SALARIALES Y DE COSTES LABORALES

GRÁFICO 19

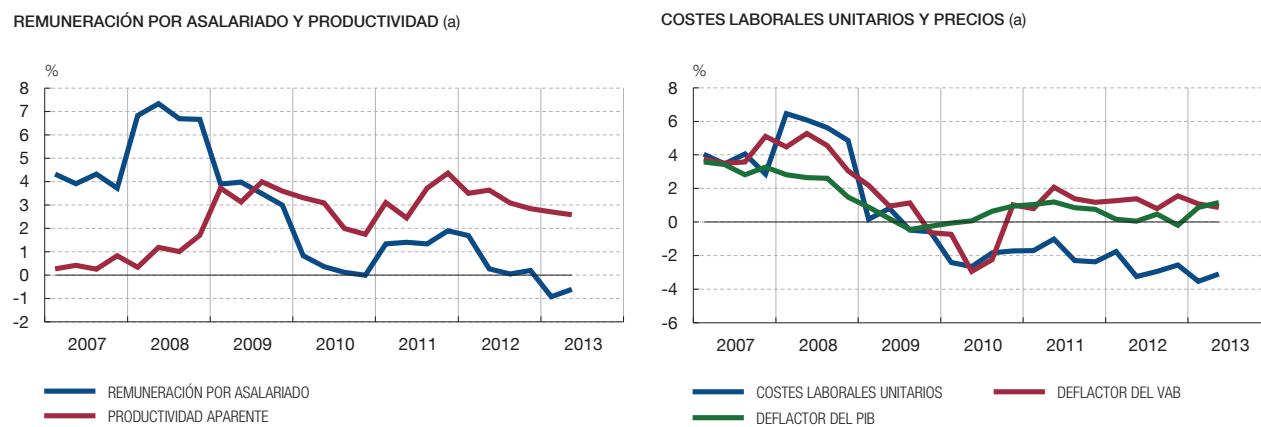


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

- a El último año, con información de convenios colectivos hasta junio de 2013.
- 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 él, siendo este el primer año de vigencia o el único.

## PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

GRÁFICO 20

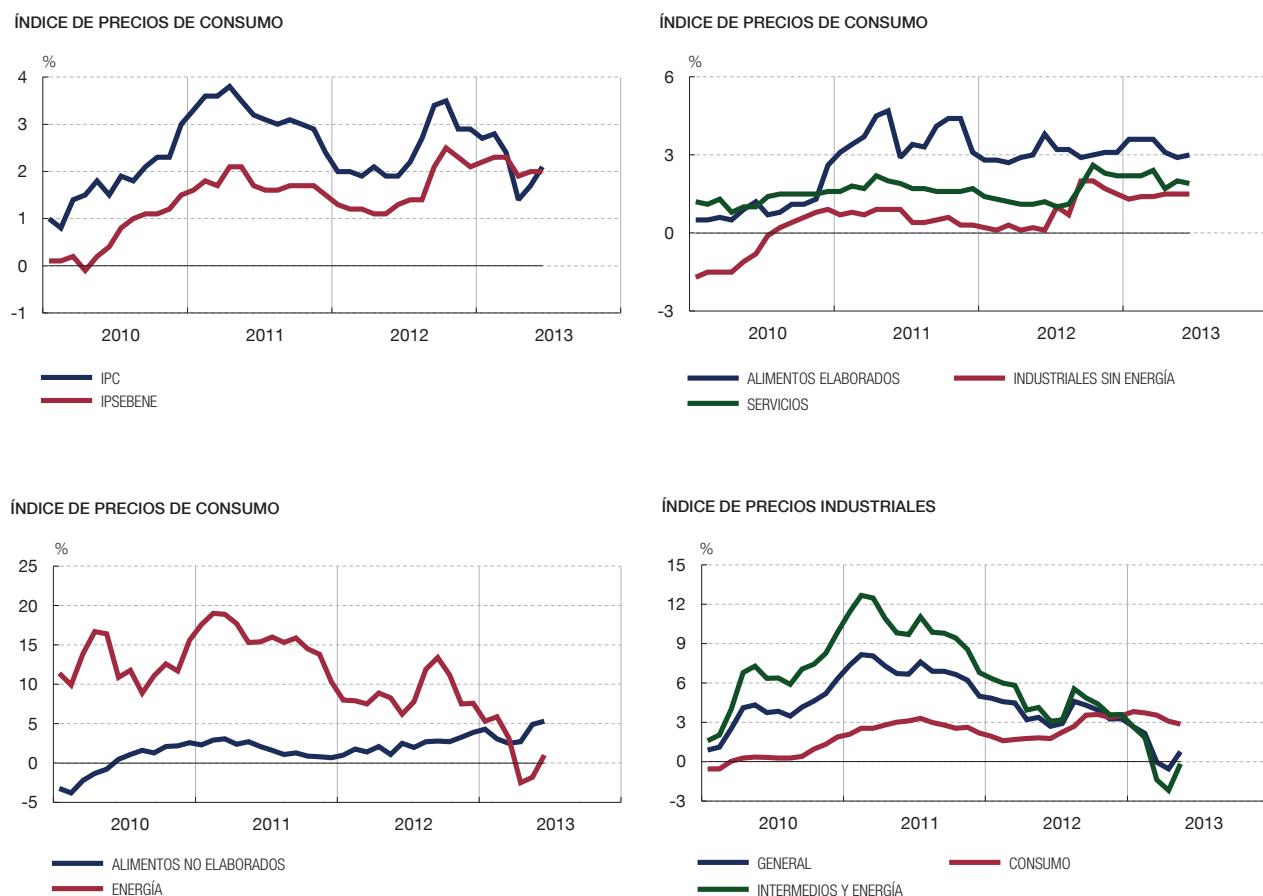


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

la aceleración de los deflactores del consumo público y la construcción con la ralentización de los del consumo privado y exportaciones.

El ritmo de variación interanual del IPC se desaceleró en el segundo trimestre del año, hasta situarse en junio en el 2,1 %, tres décimas menos que en marzo (véase gráfico 21). Por componentes, el ritmo de variación de los precios de los servicios se redujo cinco décimas respecto al final del primer trimestre, hasta el 1,9 %, destacando la intensificación del abaratamiento de las comunicaciones y los menores ritmos de avance de los precios del transporte. De modo análogo, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados disminuyó cuatro décimas entre junio y marzo, hasta el 3 %, en un contexto de moderación de los precios industriales de producción nacional e importada de este tipo de bienes. Ya en julio, entró en vigor un aumento de la imposición indirecta sobre el alcohol y el tabaco, que se ha empezado a trasladar a los precios de estos artículos, aunque cabe



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

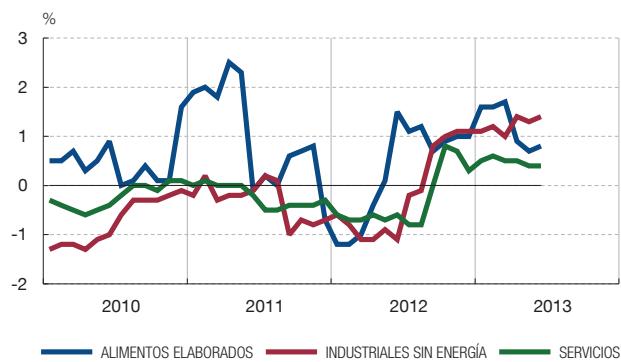
esperar que su incidencia sea muy reducida. El ritmo de crecimiento de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos aumentó entre marzo y junio en una décima, hasta el 1,5 %. Fuera del IPSEBENE, la inflación de los alimentos no elaborados repuntó en casi 3 pp a lo largo del trimestre, hasta el 5,3 %. Por su parte, la tasa de variación del componente energético tuvo un comportamiento irregular a lo largo del trimestre, con un fuerte descenso entre marzo y abril (de 5,7 pp) y una aceleración entre mayo y junio (de 2,8 pp), lo que determinó también el perfil del índice general. En el conjunto del trimestre, la inflación del componente energético disminuyó, por tanto, en 2,2 pp, hasta el 1 %, lo que se explica por el abaratamiento de la electricidad y del crudo, si bien en este último caso no se trasladó plenamente a los precios de consumo.

La moderación de la inflación española en el segundo trimestre de 2013, medida por el IAPC, fue algo más pronunciada que la de la UEM, de forma que el diferencial se redujo tres décimas entre junio y marzo, hasta 0,6 pp (véase gráfico 22). Por su parte, el diferencial en términos del IPSEBENE permaneció en 0,8 pp. Se debe tener en cuenta que estos diferenciales reflejan en gran medida el impacto directo sobre los precios de las pasadas medidas de consolidación fiscal en España. Por componentes, esta evolución muestra el estrechamiento de los diferenciales de los precios de la energía (2,1 pp, hasta -0,6 pp en junio), los de los alimentos (0,5 pp en junio, frente a 0,6 pp en marzo) y los de los servicios (0,4 pp en junio, una décima menos que en marzo). Por el contrario, el diferencial en

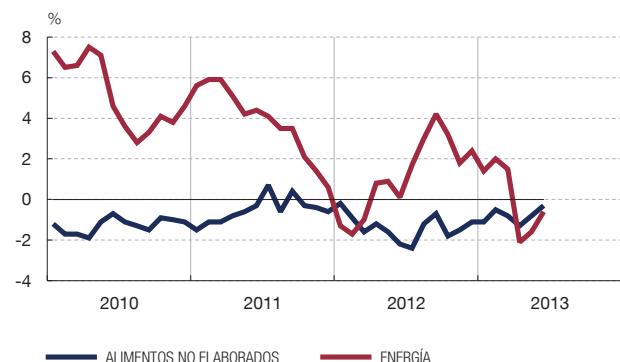
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



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.

términos de bienes industriales no energéticos se amplió, pasando de 1 pp en marzo a 1,4 pp en junio.

El índice de precios industriales ha continuado en los últimos meses su senda de moderación, registrando una tasa interanual del 0,8 % en mayo, 1,4 pp por debajo del incremento de febrero. Esta evolución respondió a la trayectoria de los componentes no energéticos. Por último, los precios de importación y exportación de productos industriales se ralentizaron igualmente, alcanzando en mayo tasas del -3 % y del -2,1 %, respectivamente.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

En relación con la actuación de las AAPP, el Consejo de Ministros del 28 de junio pasado aprobó los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria para 2013-2016, que incorporan la decisión adoptada por el Consejo Europeo de ampliar en dos años (hasta 2016) el plazo para la corrección del déficit público excesivo, con la consiguiente relajación del objetivo específico para 2013 desde el anterior de un déficit del 4,5 % del PIB hasta el actual del 6,5 % del PIB. Para el período 2014-2016 los nuevos objetivos anuales de déficit se sitúan en el 5,8 %, el 4,2 % y el 2,8 %, respectivamente. En paralelo, se aprobó también el límite de gasto no financiero del Estado para 2014, que resulta coherente con el objetivo de déficit y la previsión de ingresos para este subsector de las AAPP en dicho año, con lo que se puso en marcha el proceso de preparación de los Presupuestos del Estado.

2013 es el tercer año de vigencia del denominado «Semestre Europeo», procedimiento que se ha convertido en pieza clave para la coordinación de las políticas económicas europeas. Aglutina en los seis primeros meses de cada año la información necesaria para el seguimiento de la política fiscal en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y la supervisión de las políticas macroeconómicas y estructurales en el ámbito del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos<sup>1</sup> (véase *Boletín Económico* de julio-agosto de 2012 para más detalles)<sup>2</sup>.

En relación con la política fiscal, hay que recordar que desde el pasado 27 de abril de 2009 España se encuentra encuadrada en el brazo correctivo del PEC<sup>3</sup>, lo que se denomina Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), que se activa en el momento en que un país alcanza un déficit superior al 3 % o tiene un nivel de deuda superior al 60 % que no se reduce de forma adecuada. Bajo este procedimiento, el Consejo Europeo establece una pauta de reducción del déficit público de obligado cumplimiento. En concreto, para 2012 el Consejo Europeo reconoció que España redujo su déficit estructural en línea con lo exigido. Al mismo tiempo, sobre la base de las previsiones macroeconómicas de primavera de la Comisión Europea que mostraban unas perspectivas macroeconómicas muy débiles para 2013 y 2014, el Consejo Europeo aprobó la extensión en dos años (hasta 2016) del plazo para la corrección del déficit público excesivo, con la consiguiente relajación del objetivo específico para 2013 desde el anterior del 4,5 % del PIB hasta el actual del 6,5 % del PIB. Para 2014-2016, los nuevos objetivos de déficit se sitúan en el 5,8 %, el 4,2 % y el 2,8 %<sup>4</sup>.

Adicionalmente, en el marco de este procedimiento, se solicita al Gobierno español que informe antes del 1 de octubre de 2013 sobre las medidas previstas para asegurar el cumplimiento de los objetivos fiscales. Por otro lado, se recomienda que España mejore su marco presupuestario, aumentando la transparencia en la aplicación de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y creando una Agencia Independiente de Responsabilidad Fiscal antes de finalizar este año. Asimismo, España deberá adoptar medidas concretas para frenar el creciente déficit estructural del sistema de la Seguridad Social, con la regulación del factor de sostenibilidad también con anterioridad a la terminación del 2013, y revisar su sistema tributario y las principales partidas de gastos antes de marzo de 2014, con el fin de asegurar que el proceso de consolidación fiscal sea más favorable para el crecimiento<sup>5</sup>.

1 Los documentos claves a través de los que los Gobiernos diseñan sus estrategias de política económica son: los Programas de Estabilidad y los Planes Nacionales de Reforma.

2 Los textos relevantes del Semestre Europeo se pueden encontrar en: [http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_es.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_es.htm).

3 Otros seis países están en esta situación: Bélgica, Holanda, Eslovenia, Polonia, Francia y Malta.

4 Que debe ser coherente con una mejora del saldo estructural del 1,1 %, 0,8 %, 0,8 % y 1,2 %.

5 Cualquier incumplimiento no justificado tanto de la senda de consolidación fiscal como de las recomendaciones puede derivar en sanciones de hasta un 0,2 % del PIB.

En cuanto al procedimiento de desequilibrios excesivos, la Comisión Europea publicó, el 10 de abril, los resultados de los exámenes exhaustivos (*in Depth Reviews*) de un conjunto de países europeos, incluido España. El análisis realizado concluía que existía el riesgo de que los desequilibrios macroeconómicos pudieran ser excesivos en nuestro país<sup>6</sup>, señalando los elevados niveles de deuda interna y externa como los factores potenciales de vulnerabilidad. El análisis también indicaba la existencia de rigideces en los mercados de productos y en el mercado laboral que contribuyen al elevado nivel de desempleo y dificultan el ajuste de la economía. En consecuencia, la Comisión Europea indicaba que sería necesario instrumentar reformas en estos ámbitos y que estas deberían ser especificadas de forma adecuada en el Programa Nacional de Reformas (PNR). En este contexto, el contenido del PNR que presentó el Gobierno a finales de abril se consideró que cumplía estas condiciones. El Semestre Europeo concluyó con la aprobación por parte del Consejo Europeo del 9 de julio de una serie de recomendaciones específicas para los países de la UE no sujetos a programa. Para España, se realizaron una serie de recomendaciones de política económica muy detalladas, con un calendario concreto para facilitar su seguimiento. Entre estas recomendaciones destacan las siguientes:

1 **Ámbito fiscal:** adicionalmente a lo descrito en relación con el Procedimiento de Déficit Excesivo, se recomienda la aprobación de la reforma de la Administración Local según el calendario presentado por el Gobierno. Asimismo, a más tardar en octubre de 2013, el Gobierno español deberá presentar un plan de mejora de la eficiencia de las AAPP y, para principios de 2014, aprobar una ley de desindexación que reduzca el grado de inercia de los precios en el gasto y los ingresos públicos. Por otro lado, se deben adoptar medidas para aumentar la relación coste-eficiencia del sector sanitario, reducir los atrasos de pagos pendientes de la Administración e incrementar la lucha contra el fraude. Finalmente, se debe explorar el margen para limitar la aplicación del IVA reducido e incrementar los impuestos especiales y medioambientales.

2 **Ámbito financiero:** se recomienda que España continúe con la aplicación del Memorando de Entendimiento.

3 **Ámbito laboral:** se recomienda finalizar la evaluación de la reforma del mercado de trabajo de 2012 en julio de 2013 y, si fuese necesario, presentar modificaciones en septiembre de este año. Se aconseja reforzar los Servicios Públicos de Empleo, acelerar la colaboración público-privada en los servicios de colocación (para que estén disponibles en 2014), así como la reforma de las políticas activas. Se recomienda, por último, aplicar las medidas de la Estrategia de Empleo Joven 2013-2016 y reforzar los programas de recualificación para trabajadores de más edad.

4 **Capital humano:** se recomienda prorrogar la aplicación de la Formación Profesional dual (actualmente, en modo piloto) e

6 Eslovenia es el otro país europeo que se identifica por la Comisión Europea en esta misma situación.

introducir un sistema global de seguimiento del rendimiento de los alumnos a finales de 2013.

- 5 *Mercado de productos:* se recomienda acelerar los trámites para la entrada en vigor del Proyecto de Ley de Garantía de la Unidad de Mercado y aprobar la Ley de Colegios y Servicios Profesionales, la Ley de Apoyo al Emprendedor y acometer una reforma estructural del sector de la electricidad antes del fin de 2013. Adicionalmente, se realizan recomendaciones en otros ámbitos: trans-

porte de mercancías y viajeros, internacionalización de las empresas, procedimientos de concesión de licencias, etc.

Como se ha señalado en el capítulo de «Rasgos básicos», muchas de estas medidas se han anunciado o puesto en marcha en los meses de junio y julio<sup>7</sup>.

7 Los informes de evaluación pueden encontrarse en: <http://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/infointeres/reestructuracion/progreso/>.

Asimismo, se acordaron un conjunto de medidas tributarias<sup>10</sup> en el ámbito de los impuestos especiales (incremento de la imposición sobre bebidas alcohólicas y labores del tabaco) con efectos inmediatos, el impuesto sobre sociedades (ampliación de las bases en 2014 y prórroga a 2014 y 2015 de determinadas medidas de carácter temporal que expiraban a finales de 2013), el impuesto sobre bienes inmuebles (dando continuidad en los próximos años a los cambios normativos aprobados en 2011) y la creación de un nuevo impuesto sobre gases fluorados de efecto invernadero. Finalmente, cabe destacar la puesta en marcha de una nueva fase del mecanismo de financiación para el pago a los proveedores de las CCAA y entidades locales, con el objetivo de cancelar las obligaciones pendientes de pago que fuesen líquidas, vencidas y exigibles con anterioridad al 31 de mayo de 2013.

En relación con los últimos desarrollos coyunturales, la información estadística disponible para el agregado del sector AAPP se refiere al primer trimestre del año, y fue publicada por la IGAE el 25 de junio (véase cuadro 5). De acuerdo con esta información, las AAPP habrían registrado en enero-marzo un déficit del 1,2 % del PIB, frente al 1,4 % del mismo período del año anterior. En términos acumulados sobre cuatro trimestres consecutivos, el déficit de las AAPP se habría situado a finales de marzo en el 6,8 % del PIB, presentando una ligera mejora respecto al 7 % registrado en 2012 (en ambos casos, sin tener en cuenta el impacto transitorio de las ayudas a las instituciones financieras). En cuanto a la deuda pública (según la metodología del PDE), esta aumentó en el primer trimestre en 4 pp del PIB, hasta situarse en el 88,2 %, como resultado, entre otros factores, del elevado déficit primario y del incremento de la carga de intereses.

La mejora del saldo de las AAPP en el primer trimestre se habría debido tanto al avance de los ingresos totales, que aumentaron un 0,2 % en términos interanuales, como a la contracción del gasto, que se habría reducido un 2,2 %. Por componentes, destacó la debilidad mostrada por los impuestos directos y las cotizaciones sociales, que fue compensada por la evolución de los impuestos indirectos y del resto de ingresos. Por el lado del gasto, el ajuste se concentró principalmente en el gasto en consumo final y la inversión

10 Véanse Real Decreto Ley 7/2013, de 28 de junio, de medidas urgentes de naturaleza tributaria, presupuestaria y de fomento de la investigación, el desarrollo y la innovación (<http://www.boe.es/boe/dias/2013/06/29/pdfs/BOE-A-2013-7062.pdf>), y Proyecto de Ley por el que se establecen determinadas medidas en materia de fiscalidad medioambiental y se adoptan otras medidas tributarias y financieras ([http://www.congreso.es/public\\_oficiales/L10/CONG/BOCG/A/BOCG-10-A-54-1.PDF](http://www.congreso.es/public_oficiales/L10/CONG/BOCG/A/BOCG-10-A-54-1.PDF)).

Millones de euros y porcentaje

	2013 Objetivos oficiales (a)			Ejecución			Variación porcentual 2013/2012 ene-mar
	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Variación porcentual 2013/2012	2012	2013	2013	
				ene-mar	ene-mar	ene-may	
	1	2	3	4	5	6	7=5/4
<b>1 RECURSOS TOTALES</b>	382.044	0,6	1,8	87.654	87.806	—	0,2
Recursos corrientes	381.269	0,2	—	90.503	89.533	—	-1,1
Impuestos sobre producción e importaciones	107.333	2,3	5,8	28.639	28.977	—	1,2
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	106.256	4,6	2,9	20.931	20.109	—	-3,9
Cotizaciones sociales	134.955	-3,6	-2,6	33.634	32.877	—	-2,3
Otros recursos corrientes	32.725	-2,9	—	7.299	7.570	—	3,7
Recursos de capital	775	—	—	-2.849	-1.727	—	39,4
<b>2 EMPLEOS TOTALES</b>	493.660	2,8	-7,8	102.470	100.264	—	-2,2
Empleos corrientes	429.759	-1,3	—	94.974	95.010	—	0,0
Remuneración de asalariados	116.087	-6,0	-1,3	26.793	26.275	—	-1,9
Otros gastos en consumo final (b)	88.397	-4,4	-4,5	17.151	15.880	—	-7,4
Prestaciones sociales (no en especie)	168.491	2,9	1,7	36.867	38.081	—	3,3
Intereses efectivos pagados	31.297	19,8	10,8	7.253	8.208	—	13,2
Subvenciones	10.060	-14,9	15,0	2.062	1.336	—	-35,2
Otros empleos y transferencias corrientes	15.427	-13,2	—	4.848	5.230	—	7,9
Empleos de capital	63.901	43,3	—	7.496	5.254	—	-29,9
Formación bruta de capital	18.151	-40,9	-13,1	5.632	4.514	—	-19,9
Otros gastos de capital (c)	45.750	—	—	1.864	740	—	-60,3
De los cuales: Ayudas a instituciones financieras (d)	38.343	—	—	0	0	—	—
<b>3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINANCIACIÓN (3 = 1 - 2)</b>	-111.616	—	—	-14.816	-12.458	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-10,6	—	-6,5	-1,4	-1,2	—	—
Administración Central	-7,8	—	-3,8	-1,9	-1,5	-3,3	—
De la cual: Ayudas a instituciones financieras (d)	-3,7	—	0,0	—	—	-0,2	—
Seguridad Social	-1,0	—	-1,4	0,4	0,2	0,3	—
CCAA	-1,8	—	-1,3	-0,0	-0,1	-0,4	—
CCLL	-0,2	—	0,0	0,1	0,2	—	—
<b>PRO MEMORIA</b>							
Saldo primario	-80.319	—	—	-7.563	-4.250	—	—
Empleos totales, excluyendo ayudas a instituciones financieras	455.317	-5,2	0,0	102.470	100.264	—	-2,2
Saldo total, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-73.273	—	—	-14.816	-12.458	—	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e IGAE.

- a Los objetivos del saldo de las AAPP son los fijados en el Consejo de Ministros de 28 de junio de 2013. Los ingresos y gastos proceden de la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) 2013-2016. En la APE se presentan los objetivos en porcentajes del PIB a partir de los cuales se ha recuperado el nivel de las variables para el año 2013. A partir de estos niveles de 2013 y los niveles actualizados para 2012 procedentes de las Cuentas Trimestrales no Financieras publicadas por el INE, se calculan las tasas de variación.
- b 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.
- c Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).
- d La cifra relativa a 2011 se extrae de la Contabilidad Nacional Anual y se hace el supuesto de que afecta únicamente al segundo semestre de dicho año. Para 2012, la cifra se extrae de la Contabilidad Nacional Trimestral.

pública, que contrarrestaron el aumento de la carga de intereses y de las prestaciones sociales.

Las medidas puestas en marcha por las distintas AAPP de cara al cumplimiento de los objetivos de déficit público para el conjunto del año tendrán que materializarse en los próximos trimestres en una aceleración de los ingresos de las AAPP, así como en un mantenimiento del ajuste del gasto público (véase cuadro 5). En este sentido, la información parcial más avanzada correspondiente al segundo trimestre muestra una cierta aceleración

Millones de euros y porcentaje

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Presupuesto Inicial 2013 (b)	Variación porcentual 2013/2012	Ejecución						
					2012 ene-may	2013 ene-may	Variación porcentual 7 = 6/5				
					1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
1 Ingresos no financieros	123.344	18,4	127.025	3,0	45.923	42.784	-6,8				
Impuestos directos	52.053	-2,5	66.181	27,1	20.285	17.913	-11,7				
IRPF	26.532	-20,9	42.251	59,2	15.597	14.501	-7,0				
Sociedades	21.435	29,0	19.012	-11,3	3.572	2.111	-40,9				
Otros directos (c)	4.086	26,6	4.918	20,4	1.116	1.301	16,6				
Impuestos indirectos	23.590	-31,9	40.734	72,7	16.707	15.577	-6,8				
IVA	16.384	-35,4	28.272	72,6	13.227	12.122	-8,4				
Especiales	4.285	-32,3	9.578	123,5	2.221	2.306	3,8				
Otros indirectos (d)	2.921	-1,5	2.884	-1,3	1.260	1.149	-8,8				
Otros ingresos (e)	47.701	195,9	20.109	-57,8	8.930	9.293	4,1				
2 Pagos no financieros	152.357	0,8	165.089	8,4	65.716	67.867	3,3				
Personal	26.851	-2,1	27.673	3,1	10.139	10.184	0,4				
Compras	3.528	-18,3	2.857	-19,0	1.044	1.014	-2,8				
Intereses	26.055	17,3	38.615	48,2	11.555	12.713	10,0				
Transferencias corrientes	84.244	5,4	81.751	-3,0	39.553	40.303	1,9				
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	2.595	—	—	—	—				
Inversiones reales	6.762	-1,9	3.903	-42,3	1.941	1.931	-0,5				
Transferencias de capital	4.917	-52,6	7.695	56,5	1.485	1.723	16,0				
3 Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-29.013	—	-38.064	—	-19.793	-25.084	—				
PRO MEMORIA: Impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)											
TOTAL	160.739	3,9	167.840	4,4	63.944	60.502	-5,4				
IRPF	70.631	1,2	74.215	5,1	30.124	28.378	-5,8				
Sociedades	21.435	29,0	19.012	-11,3	3.572	2.111	-40,9				
IVA	50.463	2,4	54.657	8,3	22.782	22.542	-1,1				
Impuestos especiales	18.209	-4,0	19.956	9,6	7.466	7.470	0,1				

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de caja.

b Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2013.

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

d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

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

de los ingresos de las AAPP, así como una continuación de la senda de consolidación de las principales partidas de gasto.

Por lo que se refiere a los ingresos, se observa un mejor comportamiento de la recaudación impositiva (Estado más la participación de las Administraciones Territoriales) en términos de caja (véase cuadro 6), que registró una caída interanual del 5,4 % en enero-mayo, frente a la reducción del 8 % en enero-marzo. Además, si se corrige la evolución de los impuestos por, entre otros factores, el distinto ritmo de las devoluciones en 2012 y 2013, las tasas homogéneas resultantes serían, según la Agencia Tributaria, más favorables, con un incremento del 0,3 % hasta mayo (-1,2 % en el primer trimestre). A su vez, los cambios normativos introducidos el año pasado habrían generado, de acuerdo con la Agencia Tributaria, 8,4 mm de euros hasta mayo (de los que 4,1 mm corresponden al IVA), en comparación con los 3,5 mm ingresados hasta marzo (1,9 mm por IVA). Por su parte, la recaudación

Millones de euros y porcentaje

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Presupuesto inicial 2013	Variación porcentual 2013/2012	Ejecución						
					2012 ene-may	2013 ene-may	Variación porcentual 7 = 6/5				
					1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
1 Ingresos no financieros	118.604	0,1	129.287	9,0	51.931	52.974	2,0				
Cotizaciones sociales	101.106	-4,0	105.863	4,7	42.952	41.403	-3,6				
Transferencias corrientes	12.191	46,2	18.808	54,3	7.025	9.710	38,2				
Otros ingresos	5.307	9,6	4.615	-13,0	1.953	1.862	-4,7				
2 Pagos no financieros	124.416	4,6	129.404	4,0	44.024	45.195	2,7				
Personal	2.270	-3,8	2.313	1,9	917	864	-5,7				
Compras	1.505	-3,5	1.561	3,7	560	540	-3,5				
Transferencias corrientes	119.873	4,9	124.908	4,2	42.505	43.746	2,9				
Pensiones contributivas	103.515	4,0	106.350	2,7	36.812	38.611	4,9				
Incapacidad temporal	8.231	-13,7	5.831	-29,2	2.702	2.399	-11,2				
Resto	8.127	57,2	12.727	56,6	2.990	2.736	-8,5				
Otros gastos	768	3,1	623	-19,0	43	45	4,2				
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-5.813	—	-117	—	7.907	7.779	—				
PRO MEMORIA											
Servicio Público de Empleo Estatal											
Cotizaciones sociales	19.234	-6,1	19.551	1,7	8.335	7.745	-7,1				
Prestaciones por desempleo	31.589	5,3	26.696	-15,5	13.302	13.319	0,1				
Sistema Seguridad Social y SEPE											
Cotizaciones sociales	120.340	-4,3	125.415	4,2	51.287	49.148	-4,2				

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

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

por cotizaciones de la Seguridad Social en caja (véase cuadro 7) mostró una caída del 4,2 % hasta mayo, siguiendo el perfil de las afiliaciones y la evolución de los salarios, lo que supone una ligera mejora con respecto al primer trimestre (reducción del 4,8 %). Finalmente, cabe mencionar que los ingresos propios de las CCAA (véase cuadro 8) se desaceleraron en el segundo trimestre, aunque aumentaron hasta abril un 1,9 % (2,8 % hasta marzo).

En cuanto al gasto público, lo más destacable es la continuación en abril y mayo de las tasas de variación negativas del consumo público (en lo que respecta tanto a los gastos de personal como a las compras de bienes y servicios) y de la inversión pública, según muestra la información parcial relativa a los distintos agentes de las AAPP (véanse cuadros 6, 7 y 8). No obstante, estas partidas presupuestarias mostraron, en general, una cierta ralentización del ritmo de ajuste con respecto al trimestre anterior. Por su parte, el gasto en pensiones (véase cuadro 7) se aceleró ligeramente, presentando un aumento del 4,9 % acumulado hasta mayo, frente al 4,8 % de enero-marzo, mientras que las prestaciones por desempleo se desaceleraron sustancialmente hasta el 0,1 % de enero-mayo, desde las tasas cercanas al 2 % en el primer trimestre, reflejando tanto la caída del número de beneficiarios como el efecto directo de las medidas de ahorro aprobadas por el Gobierno en julio del pasado año.

Con respecto al saldo de los distintos subsectores de las AAPP, se dispone de datos de Contabilidad Nacional Mensual para la Administración Central, la Seguridad Social y

Millones de euros y porcentaje

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Objetivos oficiales 2013 (b)	Variación porcentual 2013/2012	Ejecución						
					2012 ene-abr	2013 ene-abr	Variación porcentual				
					1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	124.659	-1,3	129.046	3,5	42.172	38.965	-7,6				
Ingresos corrientes	119.262	-1,1	120.863	1,3	41.485	38.348	-7,6				
Impuestos directos	48.239	18,7	37.185	-22,9	12.890	12.595	-2,3				
Impuestos indirectos	57.889	23,0	50.038	-13,6	14.663	15.730	7,3				
Tasas, precios y otros ingresos	4.740	-1,7	4.786	1,0	1.270	1.215	-4,4				
Transferencias corrientes	7.197	-73,7	28.337	—	12.499	8.655	-30,8				
Ingresos patrimoniales	1.197	68,5	517	-56,8	162	153	-5,7				
Ingresos de capital	5.396	-6,5	8.183	51,6	687	617	-10,2				
Enajenación de inversiones reales	273	48,9	2.569	—	54	65	18,8				
Transferencias de capital	5.124	-8,3	5.615	9,6	633	552	-12,7				
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	150.199	-0,3	139.176	-7,3	42.837	38.792	-9,4				
Pagos corrientes	134.816	1,4	123.350	-8,5	39.658	36.736	-7,4				
Gastos de personal	52.541	-8,4	53.415	1,7	16.778	16.105	-4,0				
Gastos corrientes en bienes y servicios	35.614	28,7	24.798	-30,4	8.212	7.081	-13,8				
Gastos financieros	6.268	37,4	8.237	31,4	1.744	2.217	27,2				
Transferencias corrientes	40.393	-6,7	36.506	-9,6	12.924	11.332	-12,3				
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	395	—	—	—	—				
Pagos de capital	15.383	-13,4	15.826	2,9	3.179	2.056	-35,3				
Inversiones reales	6.662	-13,5	6.853	2,9	1.545	985	-36,2				
Transferencias de capital	8.720	-13,3	8.973	2,9	1.634	1.071	-34,5				
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b>	-25.540	—	-10.130	—	-666	173	—				
<b>PRO MEMORIA</b>											
Ingresos propios	19.312	1,4	22.836	18,2	5.714	5.825	1,9				
Impuesto sobre sucesiones y donaciones	2.535	3,8	2.334	-7,9	1.029	1.071	4,0				
Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD	5.639	-12,1	6.722	19,2	1.914	1.866	-2,5				
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.740	-1,7	4.786	1,0	1.270	1.215	-4,4				
Otros (c)	6.398	19,3	8.994	40,6	1.501	1.673	11,5				

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

- a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.
- b Los datos relativos a los objetivos oficiales proceden de la información sobre ejecución presupuestaria mensual de las CCAA, publicada el 22 de mayo de 2013 por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Dichas cifras son el resultado de diversas modificaciones presupuestarias realizadas por las CCAA sobre los presupuestos iniciales. En el caso de los ingresos, las cifras se corresponden con lo que el Ministerio de Hacienda denomina «Previsiones definitivas». En el caso de los gastos, además de las modificaciones sobre los créditos iniciales, las CCAA han alterado los créditos totales declarando algunos como no disponibles. Las cifras de gastos contenidas en esta columna se han calculado como la diferencia entre los créditos totales («Créditos iniciales» + «Modificaciones de crédito») y los «Créditos declarados no disponibles».
- c Incluye: (1) Resto de impuestos directos, incluido Patrimonio; (2) IGIC y AIEM; (3) Resto de impuestos indirectos; (4) Ingresos patrimoniales; (5) Enajenación de inversiones reales, y (6) Impuestos correspondientes a la Comunidad Foral de Navarra: IRPF, IVA, impuesto sobre sociedades e impuestos especiales.

las CCAA hasta mayo (véase cuadro 5). El déficit agregado de estos tres subsectores se situó en el 3,2 % del PIB en enero-mayo (excluyendo ayudas a las instituciones financieras, que ascendieron a un 0,2 % del PIB), frente al 1,4 % del primer trimestre.

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

El proceso de corrección del desequilibrio exterior de la economía española prosiguió en el primer cuatrimestre de 2013, en el que el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 1,3 mm de euros, un 91 % inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 9). Por lo que respecta a la cuenta corriente, la

## BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (a)

CUADRO 9

Millones de euros

		Enero-abril		Tasa de variación 2013/2012 (b)
		2012	2013	
Ingresos	Cuenta corriente	120.972	127.042	5,0
	Mercancías	74.007	80.116	8,3
	Servicios	30.208	31.090	2,9
	Turismo	10.389	10.502	1,1
	Otros servicios	19.819	20.588	3,9
	Rentas	11.479	10.304	-10,2
	Transferencias corrientes	5.278	5.532	4,8
	Cuenta de capital	1.385	3.277	136,7
	Cuentas corriente + capital	122.357	130.320	6,5
Pagos	Cuenta corriente	136.344	130.653	-4,2
	Mercancías	86.006	83.589	-2,8
	Servicios	21.820	21.850	0,1
	Turismo	3.311	3.118	-5,8
	Otros servicios	18.509	18.732	1,2
	Rentas	18.686	15.119	-19,1
	Transferencias corrientes	9.832	10.094	2,7
	Cuenta de capital	396	959	142,0
	Cuentas corriente + capital	136.741	131.612	-3,8
Saldos	Cuenta corriente	-15.372	-3.610	11.762
	Mercancías	-11.999	-3.473	8.526
	Servicios	8.388	9.240	852
	Turismo	7.078	7.384	306
	Otros servicios	1.310	1.856	547
	Rentas	-7.207	-4.815	2.392
	Transferencias corrientes	-4.554	-4.562	-8
	Cuenta de capital	989	2.318	1.330
	Cuentas corriente + capital	-14.384	-1.292	13.092

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

mejora se debió fundamentalmente a la disminución de los saldos negativos de las balanzas de mercancías y de rentas, aunque también contribuyó a ello la ampliación del superávit de servicios. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital también aumentó en términos interanuales en el período enero-abril.

El déficit de la balanza comercial se redujo un 71 % en el primer cuatrimestre de 2013, hasta situarse en 3,5 mm de euros, lo que, de acuerdo con los datos de Aduanas, se debió fundamentalmente a la ampliación sustancial del superávit no energético, aunque también se produjo una reducción de la factura energética. Además, aumentó el saldo positivo de la balanza de servicios, que ascendió a 9,2 mm de euros, un 10 % por encima del acumulado en los cuatro primeros meses de 2012, gracias a la ampliación tanto del superávit turístico como, sobre todo, del no turístico. El déficit de la balanza de rentas se redujo hasta 4,8 mm de euros, un 33 % menos que en el mismo período de 2012, como resultado de la disminución de los pagos netos de intereses, mientras que el déficit de la balanza de transferencias corrientes, de 4,6 mm de euros, fue casi idéntico al observado un año antes.

### 5.1 Rasgos más destacados

El segundo trimestre de 2013 se caracterizó, hasta finales del mes de mayo, por la estabilidad en los mercados financieros nacionales. Así, las rentabilidades de la deuda pública española y sus diferenciales respecto a los bonos alemanes se redujeron hasta niveles no observados desde octubre de 2010 y agosto de 2011, respectivamente, las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por el sector privado financiero y no financiero descendieron, y los principales índices bursátiles se revalorizaron. Esta tendencia revirtió a finales de mayo, a raíz del incremento de la incertidumbre sobre posibles cambios en el tono acomodaticio de la política monetaria en Estados Unidos. De este modo, a finales de junio el tipo de interés del bono español a diez años se situaba en el 4,8% (aun así, 30 pb por debajo del nivel de finales de marzo), y su diferencial con la referencia alemana con el mismo vencimiento, en los 307 pb (frente a los 381 pb registrados al cierre del primer trimestre (véase gráfico 23). Las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por las empresas financieras y no financieras también se encontraban en junio algo por debajo de los niveles de tres meses antes. En los mercados bursátiles, el IBEX 35 presentó, durante el conjunto del trimestre, unas pérdidas del 2%, descenso superior al del EUROSTOXX 50 (0,8%), mientras que el S&P 500 se revalorizó un 2,4%. En el mercado interbancario, los tipos de interés apenas variaron. Concretamente, el euríbor a un año se situaba a finales de junio en el 0,53%, frente al 0,55% de marzo. Asimismo, el BCE rebajó en mayo el tipo oficial de intervención 25 pb, hasta el 0,5%.

En la parte transcurrida de julio, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años ha descendido ligeramente (hasta el 4,7%), aunque en menor medida que la del bono alemán al mismo plazo, por lo que el diferencial entre ambas ha aumentado algo (situándose en la fecha de cierre de este Informe en torno a los 315 pb). Las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por las empresas no han registrado cambios apreciables. En los mercados bursátiles, el IBEX 35 se ha revalorizado un 2,5%, incremento menor que el del EUROSTOXX 50 (4,4%) y que el del S&P 500 (5,2%).

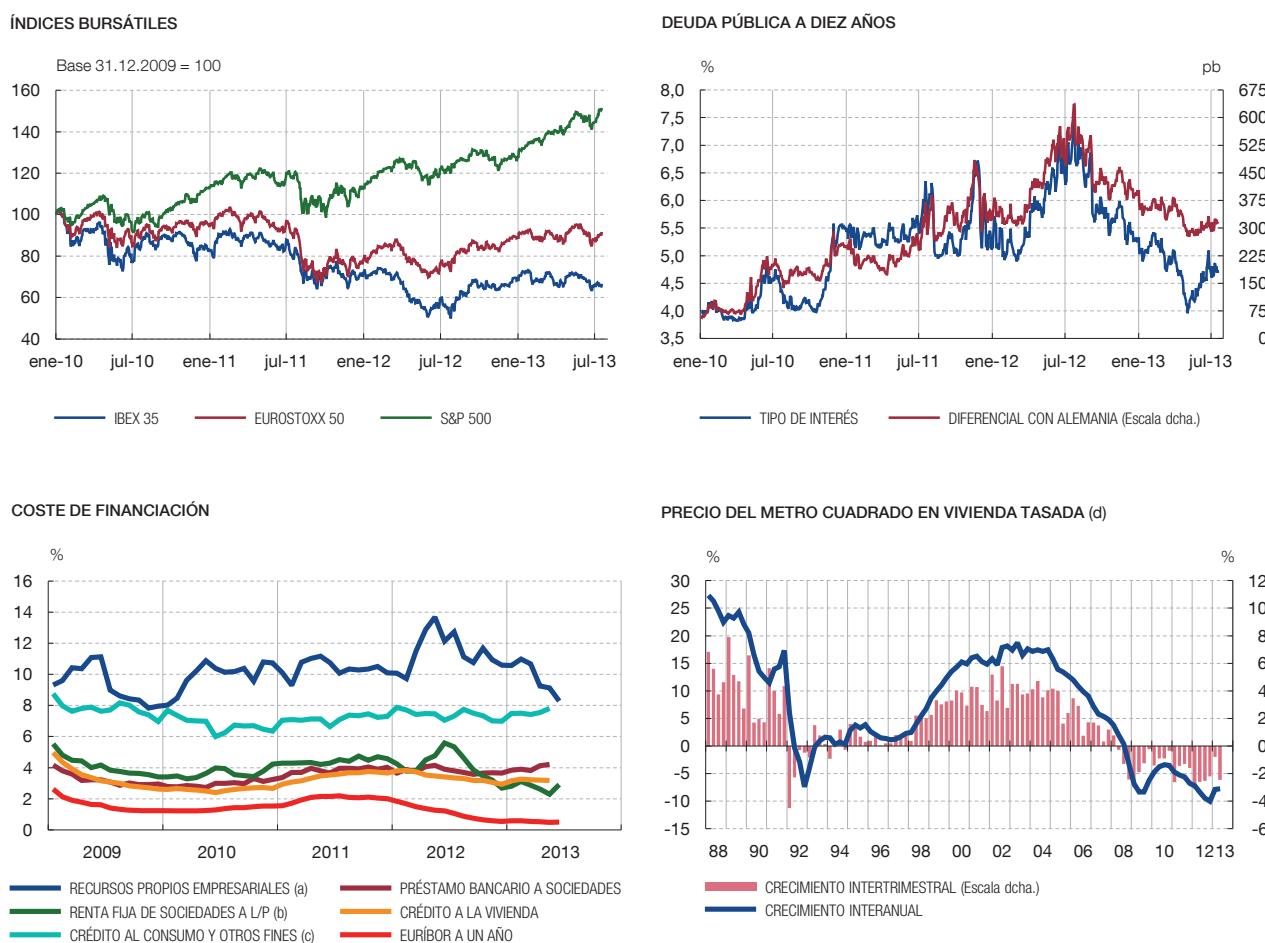
En el mercado inmobiliario, según los datos del Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda libre continuó cayendo en el segundo trimestre de 2013. Así, la tasa de disminución interanual se situó en junio en el 7,8%, 0,1 pp menos que en marzo (véase gráfico 2). En términos intertrimestrales, el retroceso registrado en el segundo trimestre (2,5%) fue superior al de los tres primeros meses del año (0,8%).

La última información disponible sobre los costes de financiación del sector privado, correspondiente al mes de mayo, muestra un encarecimiento de los préstamos en casi todos los segmentos analizados (en los concedidos a las familias para adquisición de vivienda, apenas variaron). Estos aumentos se han reflejado en un ascenso de los diferenciales entre los tipos bancarios y las rentabilidades interbancarias de referencia.

Los datos más recientes sobre la financiación del sector privado, correspondientes a mayo, evidencian una intensificación de su tendencia contractiva, especialmente en el caso de las sociedades no financieras. Así, en este mes la disminución de los pasivos de las familias (4,3%, en términos interanuales) fue algo más acusada que la registrada en marzo, como resultado del mayor descenso de los créditos para adquisición de vivienda y la moderación del ritmo de contracción de los destinados a consumo y otros fines.

## CONDICIONES DE FINANCIACIÓN Y PRECIO DE LOS ACTIVOS

GRÁFICO 23



FUENTE: 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.

La tasa de retroceso de los recursos ajenos con coste de las empresas se elevó en mayor medida, y se situó algo por encima del 7 %. Por instrumentos, se acentuó la disminución de los préstamos otorgados por entidades residentes, mientras que se observó un mayor dinamismo de los valores de renta fija. Las tasas intertrimestrales anualizadas también recogen ritmos de retroceso de los préstamos de las familias y de las sociedades superiores a los de marzo. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al primer trimestre de 2013, refleja que las disminuciones del saldo vivo de la financiación bancaria fueron superiores a las de 2012 en todas las ramas de actividad<sup>11</sup>.

La reducción de la deuda en empresas y familias propició la prolongación del proceso de desapalancamiento de ambos sectores en el primer trimestre de 2013, que, no obstante, se está viendo ralentizado por el comportamiento desfavorable de las rentas. Como resultado de estos desarrollos y del retroceso del tipo medio de la deuda, la carga financiera también se redujo en ambos sectores. El patrimonio neto de las familias apenas varió, ya

11 Estas cifras están corregidas del efecto de la transferencia de préstamos a la SAREB.

Porcentaje del PIB (a)

	2008	2009	2010	2011	2012				2013
					I TR	II TR	III TR	IV TR	
Economía nacional	-9,2	-4,3	-3,8	-3,2	-3,1	-2,6	-1,7	-0,2	1,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-6,5	5,5	5,0	4,2	4,1	4,0	4,2	4,3	5,8
Sociedades no financieras	-6,7	-0,4	1,6	1,1	0,4	1,1	2,7	3,1	4,3
Hogares e ISFLSH	0,2	5,9	3,3	3,1	3,7	2,9	1,4	1,3	1,6
Instituciones financieras	1,8	1,3	0,9	2,0	2,1	3,2	4,2	6,1	5,6
Administraciones Públicas	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-9,4	-9,8	-10,0	-10,6	-10,4
PRO MEMORIA									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (b)	-11,6	-1,4	-2,6	0,6	1,4	1,2	1,8	3,1	3,1

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

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

que el ascenso del valor de su componente financiero se vio compensado por el retroceso del valor del inmobiliario. Por su parte, en el caso de las sociedades, los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revelan un retroceso de la actividad y de las rentas empresariales en los tres primeros meses de 2013 superior al registrado en el primer trimestre de 2012.

El volumen de créditos dudosos continuó creciendo en los primeros meses del año, lo que, unido a la reducción de la financiación bancaria concedida al conjunto de los otros sectores residentes, ha llevado a que la ratio de morosidad de estos préstamos haya seguido elevándose, alcanzando en mayo el 11,2%, 0,7 pp por encima del primer trimestre.

La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la contracción del PIB, se tradujo en nuevos aumentos de la ratio de endeudamiento de este sector en el primer trimestre de 2013. Como consecuencia de estos desarrollos y del descenso del coste medio de la deuda, la carga financiera apenas varió. Los datos más recientes disponibles, correspondientes a mayo, muestran que en este mes la financiación de las AAPP siguió mostrando un elevado dinamismo. Así, su tasa de avance interanual se situó en el 19,3%, 0,2 pp más que en marzo.

En los tres primeros meses de 2013 se volvieron a observar entradas netas de capital en la economía española excluyendo las operaciones del Banco de España. Estos flujos resultaron de la inversión de los no residentes en España, que superó la compra por parte de los residentes de activos foráneos, y fueron superiores a la necesidad de financiación de la nación, lo que se reflejó en un nuevo descenso de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo. Por otra parte, aunque esa necesidad de financiación ascendió al 0,4 % del PIB del trimestre, en términos acumulados de doce meses se registró una capacidad de financiación del 1 % del PIB, lo que supone una mejora del saldo de 1,3 pp (véase cuadro 10). Este comportamiento resultó del aumento del saldo acreedor de las sociedades no financieras y, en menor medida, de los hogares, de la reducción del de las instituciones financieras y del descenso de la posición deudora de las AAPP.

En resumen, aunque durante abril y gran parte de mayo se consolidó la mejoría de meses anteriores en los mercados financieros nacionales, desde finales de mayo ha venido observándose una mayor inestabilidad. Por su parte, las condiciones de financiación del sector privado siguen sin mostrar signos de relajación, por lo que continúan siendo más estrictas de lo que correspondería al tono expansivo de la política monetaria. A pesar de que la contracción del crédito a sociedades y hogares se ha intensificado, el negativo comportamiento de sus rentas sigue dificultando el proceso de desapalancamiento de estos sectores, que continúan sujetos a un nivel de presión financiera elevado, como reflejan sus altas y crecientes tasas de morosidad.

## 5.2 El sector hogares

Entre marzo y mayo, el tipo de interés de los préstamos concedidos a las familias para adquisición de vivienda apenas varió, permaneciendo alrededor del 3,2 %, mientras que el de los fondos destinados para consumo y otros fines aumentó en 39 pb, hasta situarse en el 7,8 %. De este modo, el diferencial entre el coste de financiación y las rentabilidades de mercado utilizadas habitualmente como referencia en estos créditos se elevó 2 pb en el primero de estos segmentos y 40 pb en el segundo.

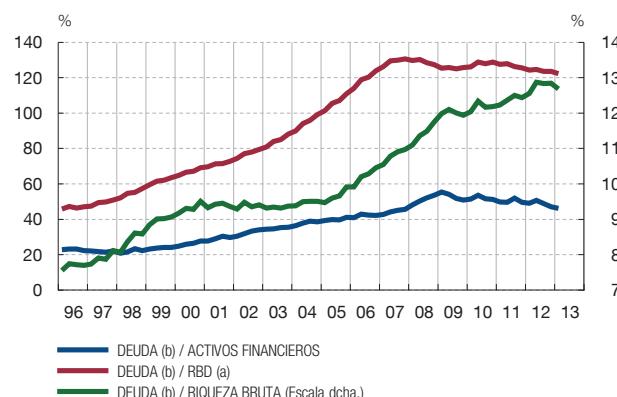
El ritmo de contracción de la deuda de las familias se intensificó entre marzo y mayo, alcanzando, en términos interanuales, el 4,3 %, 0,4 pp superior al de finales del primer trimestre. El desglose por finalidades evidencia una caída de los créditos para adquisición de vivienda del 4,5 % respecto al mismo período de 2012 (descenso 0,7 pp superior al de marzo) y del 4,1 % en los destinados a consumo y otros fines (frente al 4,6 % del primer trimestre).

La reducción de los pasivos de las familias permitió que, a pesar del comportamiento desfavorable de los ingresos del sector, la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) se redujese en el primer trimestre de 2013 (véase gráfico 24). Como resultado de esta evolución y del retroceso del tipo medio de la deuda, la carga financiera en relación con la RBD habría seguido reduciéndose. La información provisional disponible apunta a que entre marzo y junio estas tendencias se habrían prolongado. Al mismo tiempo, una vez ajustadas de estacionalidad y efectos atípicos, la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las amortizaciones se mantuvieron en niveles similares a los de tres meses antes, permaneciendo por tanto el segundo de estos indicadores en registros negativos. Por su parte, la riqueza neta de los hogares apenas varió, como resultado de una revalorización de los activos financieros netos similar al retroceso del valor del patrimonio inmobiliario.

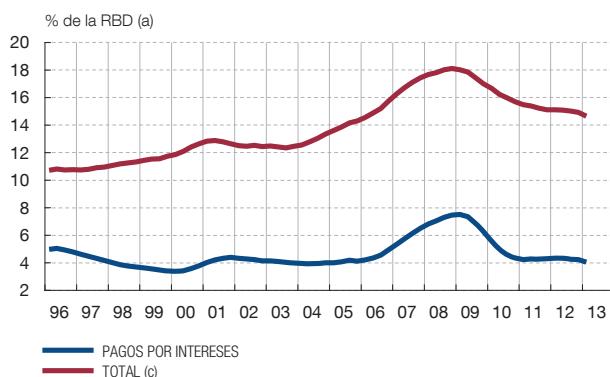
De acuerdo con las cuentas financieras, la inversión de los hogares en activos financieros volvió a ser positiva (por un importe equivalente al 0,7 % del PIB) en los tres primeros meses de 2013, aunque inferior al del trimestre previo (1,9 %). De este modo, en términos acumulados de doce meses, la desinversión del sector en este tipo de instrumentos se moderó 0,2 pp, hasta alcanzar el 1,3 % del PIB (véase cuadro 11). Destacó el incremento del saldo de sus depósitos, que volvió a concentrar el grueso de la inversión en este período (3,4 % del PIB —2 % del PIB en términos acumulados de doce meses—), la canalizada a través de las participaciones en fondos de inversión, que volvieron a presentar suscripciones netas positivas por primera vez desde el tercer trimestre de 2011, y la materializada en seguros de vida y de jubilación. En contraposición, las familias redujeron sus tenencias de valores de renta fija por un importe equivalente al 4,8 % del PIB del trimestre (2,8 % en términos acumulados de doce meses).

Por último, la ratio de morosidad del sector volvió a aumentar en el primer trimestre de 2012, hasta alcanzar el 5,1 %. El desglose por destino de los fondos refleja que en los préstamos

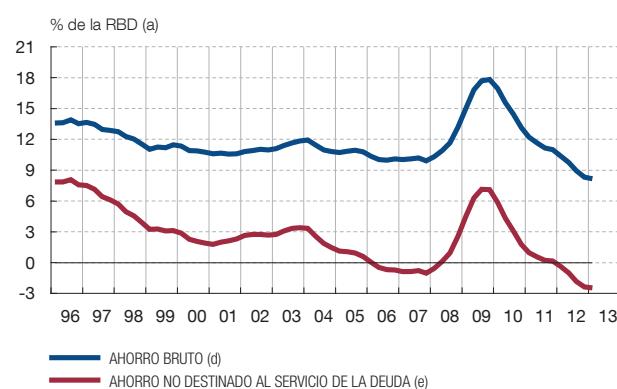
## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



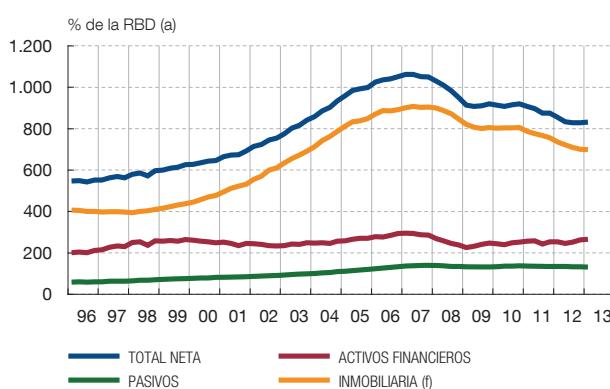
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA



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

- a La serie de RBD está ajustada de estacionalidad.
- b Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- c Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- d Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible. Ajustado de estacionalidad.
- e Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- f Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

otorgados a hogares para compra de vivienda esta ratio se incrementó en 16 pb (hasta el 4,2 %), y para los destinados a consumo y otros fines lo hizo en 41 pb (hasta el 10 %).

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades aumentaron entre marzo y mayo. El incremento fue más acusado en las operaciones de importe superior a un millón de euros (34 pb) que en aquellas inferiores a este importe (21 pb). Estos aumentos se han reflejado en un ascenso de la misma cuantía de los diferenciales entre los tipos bancarios y las rentabilidades interbancarias de referencia. Respecto a las otras fuentes de financiación empresarial, con datos hasta junio, tanto el coste de las emisiones de renta variable como el de las de valores de renta fija a corto plazo descendieron (239 pb y 49 pb, respectivamente), mientras que el asociado a los bonos y obligaciones aumentó ligeramente (6 pb).

Los datos más recientes sobre la financiación de las sociedades, correspondientes a mayo, muestran una intensificación en su ritmo de caída interanual, que alcanzó el 7,3 %, frente al 6,8 % de marzo. Por instrumentos, se acentuó la disminución de los préstamos otorgados por entidades residentes, que alcanzó el 9,7 % – 1,2 pp superior a la del primer trimestre –, y se registró un mayor dinamismo de los valores de renta fija, que crecieron un 9,8 % (3,8 pp más que en marzo). La información más reciente del crédito por finalidades,

Porcentaje del PIB (a)

	2009	2010	2011	2012	2013
				III TR	IV TR
					I TR
<b>Hogares e ISFLSH</b>					
Operaciones financieras (activos)	4,6	4,2	2,2	-0,4	-1,6
Efectivo	0,3	-0,2	-0,1	0,2	-0,3
Depósitos	2,5	2,6	-0,1	-2,3	0,6
Valores de renta fija (b)	0,7	0,9	2,0	1,0	-1,4
Acciones y otras participaciones (c)	0,9	1,0	0,4	2,0	1,7
Fondos de inversión	-0,1	-1,8	-0,4	-0,9	-1,1
Reservas técnicas de seguros	0,8	0,5	-0,3	-0,2	-0,1
De las cuales:					
De vida	0,6	0,1	0,5	0,1	0,0
De jubilación	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Resto	-0,6	1,1	0,6	-0,3	-1,0
Operaciones financieras (pasivos)	-1,5	0,8	-1,1	-1,9	-2,9
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	-0,3	0,1	-2,2	-3,2	-3,5
Créditos para adquisición de vivienda (d)	0,1	0,5	-1,1	-2,2	-2,3
Créditos para consumo y otros fines (d)	-0,4	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9
Resto	-1,2	0,7	1,1	1,3	0,6
<b>Sociedades no financieras</b>					
Operaciones financieras (activos)	-10,0	8,5	1,3	-0,5	-4,5
Efectivo	-0,3	0,1	-0,1	0,0	-0,1
Depósitos	-0,3	0,1	-1,3	-2,1	0,0
Valores de renta fija (b)	-0,6	1,8	1,5	2,5	0,0
Acciones y otras participaciones	-0,1	3,9	0,2	-0,2	-1,0
De las cuales:					
Frente al resto del mundo	0,2	3,4	-0,1	0,7	-0,4
Crédito comercial e interempresas	-9,0	2,1	-2,0	-1,1	-3,4
Resto	0,3	0,5	3,0	0,4	-0,1
Operaciones financieras (pasivos)	-9,6	6,9	0,1	-3,4	-7,7
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	-3,3	-0,8	-3,7	-5,1	-6,5
Préstamos exteriores	-0,1	1,0	0,6	-0,6	-1,4
Valores de renta fija (e)	1,3	0,6	0,5	0,4	0,7
Acciones y otras participaciones	1,7	2,9	3,8	2,5	3,0
Crédito comercial e interempresas	-8,9	2,5	-2,3	-1,0	-3,2
Resto	-0,3	0,7	1,2	0,4	-0,2
<b>PRO MEMORIA: Tasas de crecimiento interanual (%)</b>					
Financiación (f)	-0,9	0,4	-2,1	-3,9	-5,1
Hogares e ISFLSH	-0,3	0,2	-2,4	-3,6	-3,8
Sociedades no financieras	-1,4	0,6	-2,0	-4,1	-6,1

FUENTE: Banco de España.

- a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- b No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- c Excluye los fondos de inversión.
- d Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- e Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
- f 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.

referida al primer trimestre de 2013, refleja que las disminuciones del saldo vivo de la financiación bancaria fueron superiores a las de 2012 en todas las ramas de actividad<sup>12</sup>. En el sector de la construcción, con una caída del crédito de un 18,4 % (1,8 pp superior a

12 Estas cifras están corregidas del efecto de la transferencia de préstamos a la SAREB.

la de 2012), siguieron registrándose las reducciones más intensas. En la industria y los servicios inmobiliarios las tasas de retroceso alcanzaron el 9,1 % y el 9,2 %, respectivamente, mientras que en la rama de servicios no financieros ni inmobiliarios fue del 6,3 %.

Según la última ola de la Encuesta sobre las Condiciones de Acceso a la Financiación de las Pymes en el área del Euro (SAFE, en sus siglas en inglés), el acceso a la financiación bancaria de las pymes españolas se endureció entre octubre de 2012 y marzo de 2013, aunque de forma menos acusada que en el semestre anterior. Estas empresas siguen encontrando mayores dificultades en el acceso a los recursos ajenos que sus homólogas del conjunto del área euro y, sobre todo, que las de los países con mayor calificación crediticia. Aunque este hecho está en gran parte explicado por la evolución económica más desfavorable registrada en España, responde también a la fragmentación financiera que persiste en la zona del euro, que obstaculiza la transmisión completa del actual tono expansivo de la política monetaria a los tipos de interés bancarios aplicados a las sociedades (véase recuadro 5).

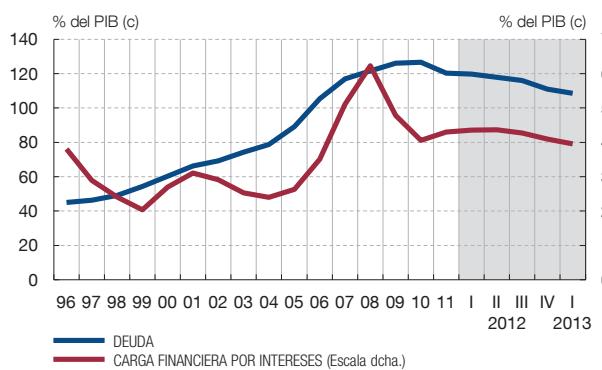
Según los datos más recientes de las cuentas financieras, correspondientes al primer trimestre de 2013, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial aumentó respecto al período anterior, alcanzando, en términos acumulados de doce meses, el 4,3 % del PIB, 1,3 pp más que en 2012. Esta evolución, unida al aumento de sus adquisiciones de acciones y participaciones en el resto del mundo, llevó a que el 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 de carácter permanente) permaneciera en los niveles de hace tres meses (3,1 % del PIB).

La ratio de deuda sobre el PIB continuó descendiendo en el primer trimestre de 2013, como resultado de una caída de los pasivos exigibles más intensa que la del PIB (véase gráfico 25). Estos desarrollos, junto con la ligera reducción del coste medio de la deuda, llevaron a que la carga financiera del sector se redujese nuevamente. La información provisional disponible apunta a que entre marzo y junio estas tendencias se habrían prolongado. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa una intensificación del retroceso de la actividad y de las rentas empresariales en el primer trimestre de 2013. Concretamente, el valor añadido bruto se redujo en los tres primeros meses de 2013 un 5,8 % en términos interanuales (frente al 3,6 % registrado un año antes) y el resultado económico bruto un 9,5 % (3,6 pp más que en el mismo período de 2012). En cambio, se moderó el retroceso del resultado ordinario neto (11 %, frente al 38,1 % en 2012), gracias a la evolución positiva de ingresos y gastos financieros. De esta forma, las rentabilidades del activo neto y de los recursos propios cayeron hasta el 3 % y el 2,6 %, respectivamente, 6 pp y 1 pp menos que en marzo del ejercicio precedente. Este curso desfavorable de las rentas empresariales, junto con un cierto aumento de los pasivos ajenos en los primeros meses de 2013, llevó a un leve repunte de la ratio de endeudamiento en este período (para los grandes grupos empresariales, sin embargo, este indicador descendió, como resultado de una reducción de los pasivos ajenos superior al descenso de los excedentes). La carga financiera también mostró un incremento moderado para las empresas de esta muestra, pues la disminución registrada por los gastos financieros en el primer trimestre fue algo menor que la de la suma de los excedentes ordinarios brutos y los ingresos financieros. Como resultado de estos desarrollos, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo aumentaron respecto a tres meses antes y continúan en niveles históricamente elevados. Por su parte, los analistas prevén una continuación de las caídas de los beneficios de las empresas cotizadas en el corto plazo, aunque a un ritmo mucho más

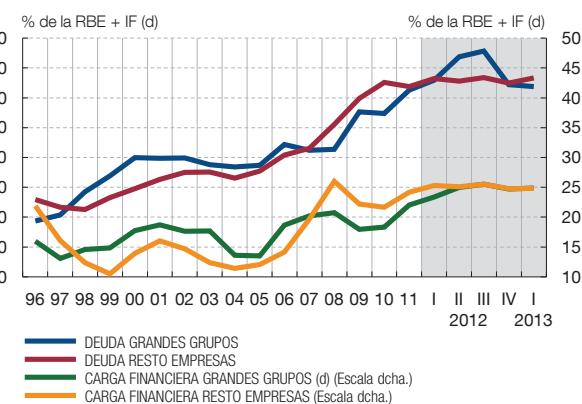
## INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 25

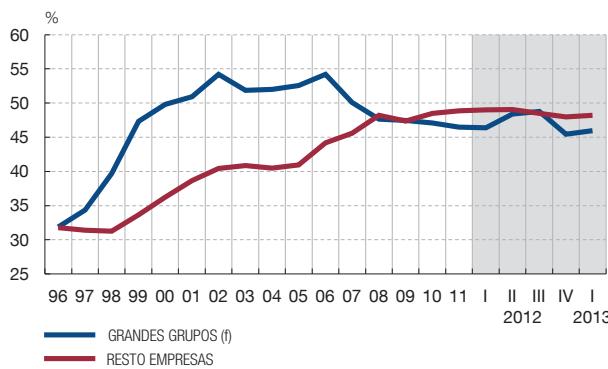
### DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



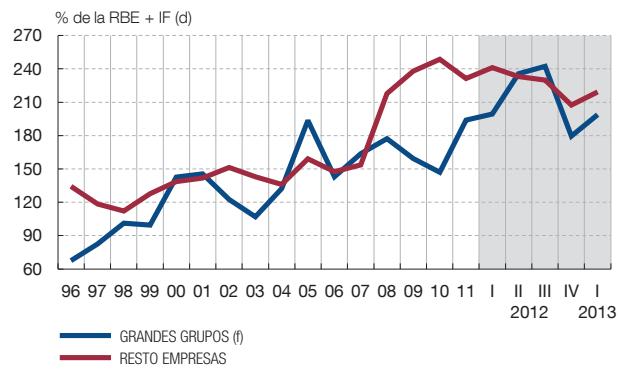
### DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



### DEUDA (b) / ACTIVO (e). CENTRAL DE BALANCES



### CARGA FINANCIERA TOTAL (g). CENTRAL DE BALANCES



### RON / RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES



### INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (h)



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 2011 con la información de la CBT. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la CBT.
- b Recursos ajenos con coste.
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- f 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.
- g Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- h Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

El acceso de las sociedades a recursos ajenos constituye un elemento fundamental tanto para la creación de nuevas empresas como para la supervivencia y expansión de las ya existentes. Este se ha endurecido notablemente en los últimos años, a raíz de los cambios registrados en el contexto económico financiero, tal y como revela la Encuesta sobre las Condiciones de Acceso a la Financiación de las Pymes en el Área del Euro (SAFE, en sus siglas en inglés)<sup>1</sup>.

Como puede observarse en el gráfico 1, de acuerdo con la SAFE, en los últimos años las pymes del área del euro han percibido un deterioro en su acceso a financiación bancaria, generalizado por países, pero más acusado en España que en el conjunto de la UEM y, sobre todo, que en los países con mejor calificación crediticia de su deuda pública (Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos). Así, desde el período de creación de esta encuesta (el primer semestre de 2009), el porcentaje neto de pymes españolas que ha reportado un endurecimiento en este aspecto<sup>2</sup> ha estado persistentemente por encima del registrado para el conjunto de la UEM (entre cinco y diez puntos porcentuales desde septiembre de 2010, llegando a alcanzar los 18 pp en el primer semestre de 2009), alejándose aún más del grupo de países con calificación crediticia AAA. De hecho, en estos últimos, la proporción de pymes que reporta un tensionamiento se ha tendido a situar muy próxima a cero a lo largo de todo el período analizado. Asimismo, una comparación por tamaños pone de manifiesto que las empresas pequeñas y medianas han percibido mayores cambios en la disponibilidad de las entidades a conceder financiación que las sociedades de mayor dimensión, tanto en España como en el conjunto de la UEM. Los datos más recientes, referentes al semestre comprendido entre octubre de 2012 y marzo de 2013, reflejan una moderación del deterioro del acceso a créditos bancarios, algo más marcada en España que en el conjunto de la UEM. Así, el porcentaje de pymes españolas que informaron sobre un tensionamiento en este aspecto descendió hasta el 17%, la cifra más reducida de toda la serie histórica (e idéntica a la que se observó en el período comprendido entre abril y septiembre de 2011), desde el 30% registrado entre marzo y septiembre de 2012, cuando España se vio fuertemente afectada por las tensiones derivadas de la crisis de la deuda soberana.

Uno de los factores que ha desempeñado un papel más relevante a la hora de explicar el deterioro comparativamente más acusado del acceso a la financiación de las pymes españolas es el contexto económico más desfavorable en el que han operado estas empresas en relación con el conjunto de la UEM. Así, en las últimas cinco ediciones de la SAFE el porcentaje neto de pymes que reportó un descenso en sus ventas se mantuvo en torno al 40% y el correspondiente a aquellas que indican que disminuyeron sus beneficios osciló entre el 50% y el 60%, valores muy altos y claramente superiores tanto a los de las sociedades de la zona del euro como sobre todo a las del grupo con calificación AAA, y también más elevados que los registrados para las empresas españolas de mayor dimen-

sión. Los datos más recientes para el período comprendido entre octubre de 2012 y marzo de 2013 reflejan un deterioro más moderado que en el semestre previo, si bien el porcentaje neto de pymes españolas que reportan un retroceso de sus ventas o sus beneficios sigue siendo elevado, y superior al registrado en la UEM.

Al analizar la percepción de las pymes acerca de la incidencia que algunos factores han ejercido sobre la concesión de préstamos se alcanzan conclusiones similares (véase gráfico 4). Así, de acuerdo con las respuestas de las empresas encuestadas, en todo el período analizado el deterioro de la situación económica general ha sido el factor que ha desempeñado un papel más relevante a la hora de explicar el endurecimiento del acceso a financiación bancaria, seguido de las perspectivas específicas sobre la empresas y la disposición de las entidades de crédito a conceder nuevos préstamos. Sus homólogas de la UEM, y especialmente aquellas que desarrollan su actividad en los países con máxima calificación crediticia, han percibido una incidencia menor de estos factores sobre el acceso al crédito. Los datos más recientes reflejan un deterioro menos intenso que en semestres anteriores en los tres factores analizados, aunque todavía notable y más acusado que en el conjunto de la zona del euro y, sobre todo, que en los países con mejor calificación crediticia.

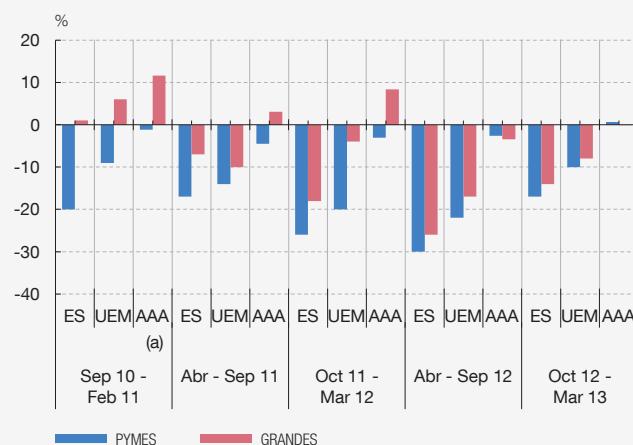
Al analizar las condiciones aplicadas por las entidades en los préstamos bancarios, se observa que desde comienzos de 2009 las pymes españolas han percibido un mayor endurecimiento de aquellas, tanto en lo relativo a los costes (véase gráfico 5) como respecto a la cantidad disponible, plazos de vencimiento o garantías requeridas (véase gráfico 6). También en este caso es en los cuatro países con la calificación crediticia más elevada en los que se ha observado una evolución comparativamente más favorable. Los resultados de la última oleada para España recogen un endurecimiento de las condiciones de oferta menos acusado que en el semestre anterior (tanto en términos de costes como de cantidades concedidas y de garantías requeridas). En cualquier caso, como resultado del tensionamiento acumulado desde el inicio de la crisis, las pymes españolas siguen enfrentándose a unas condiciones crediticias mucho más estrictas que las sociedades del área del euro y, en especial, que las de los países con mayor calificación crediticia. Como ya se ha comentado, ello se debe, en parte, a la situación cíclica más desfavorable de la economía española, que se traduce en unas primas de riesgo más elevadas. No obstante, las diferencias observadas respecto al resto de la UEM (y, en particular, en relación con los países con calificación AAA) difícilmente pueden justificarse únicamente por este factor, y están en parte ligadas a los problemas de fragmentación del sistema financiero de la zona del euro, que dificultan la transmisión completa del tono expansivo de la política monetaria a los costes de financiación de las empresas españolas.

En resumen, los resultados más recientes de la SAFE recogen una moderación del deterioro percibido por las pymes españolas en su acceso a la financiación y en las condiciones crediticias aplicadas por las entidades. Aunque el tensionamiento comparativamente elevado registrado en España en relación con la UEM en los últimos años está en gran parte asociado al contexto económico más desfavorable, responde también a los problemas de fragmentación que persisten en los mercados financieros de la zona del euro.

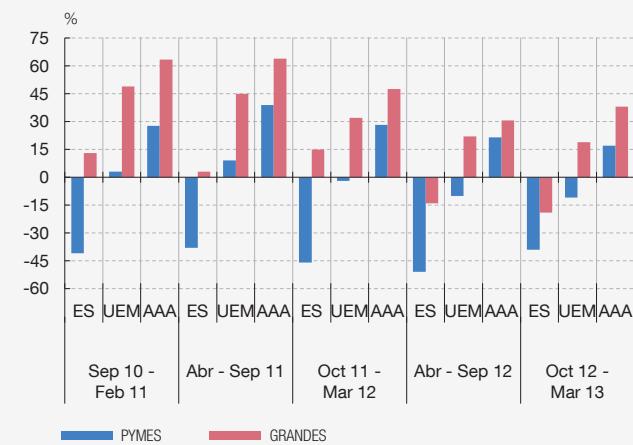
1 Esta encuesta tiene periodicidad semestral, y se realiza sobre una muestra de unas 8.000 sociedades domiciliadas en la UEM, de las cuales aproximadamente 1.000 son españolas. La mayoría de las empresas encuestadas son pymes, aunque también se incluye un grupo de sociedades de mayor tamaño.

2 Diferencia entre la proporción que reporta una menor disponibilidad de préstamos bancarios y el porcentaje que indica lo contrario.

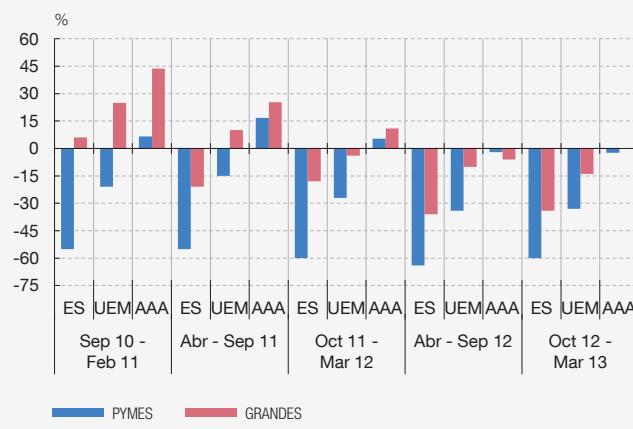
1 EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. DESGLOSE POR TAMAÑO (b)



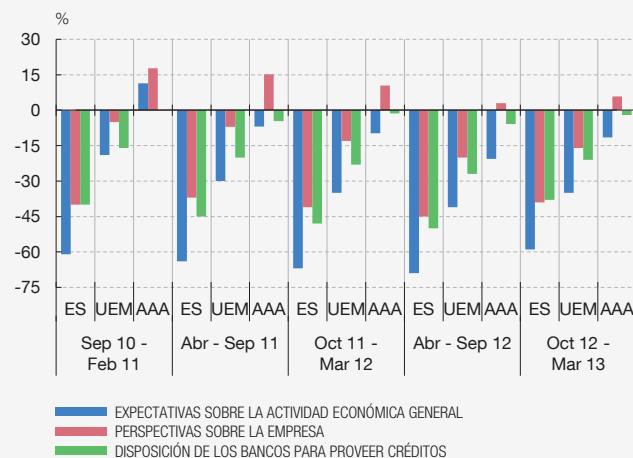
2 EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS. DESGLOSE POR TAMAÑO (c)



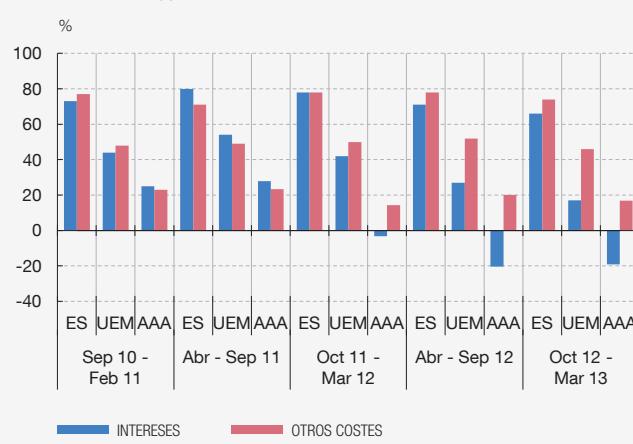
3 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS. DESGLOSE POR TAMAÑO (c)



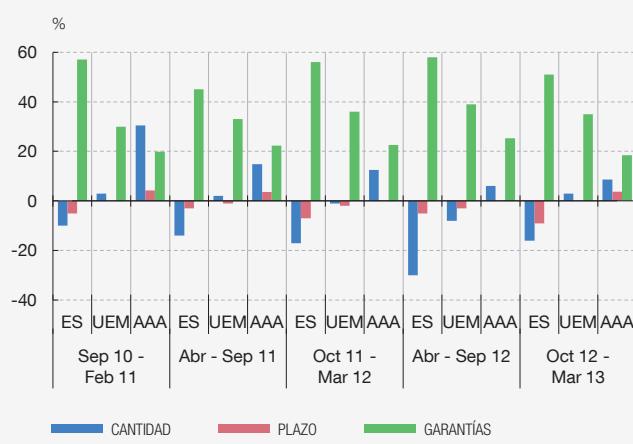
4 FACTORES CONDICIONANTES DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA. PYMES (b)



5 EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN BANCARIA. COSTES. PYMES (c)



6 EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN BANCARIA. OTRAS CONDICIONES. PYMES (c)

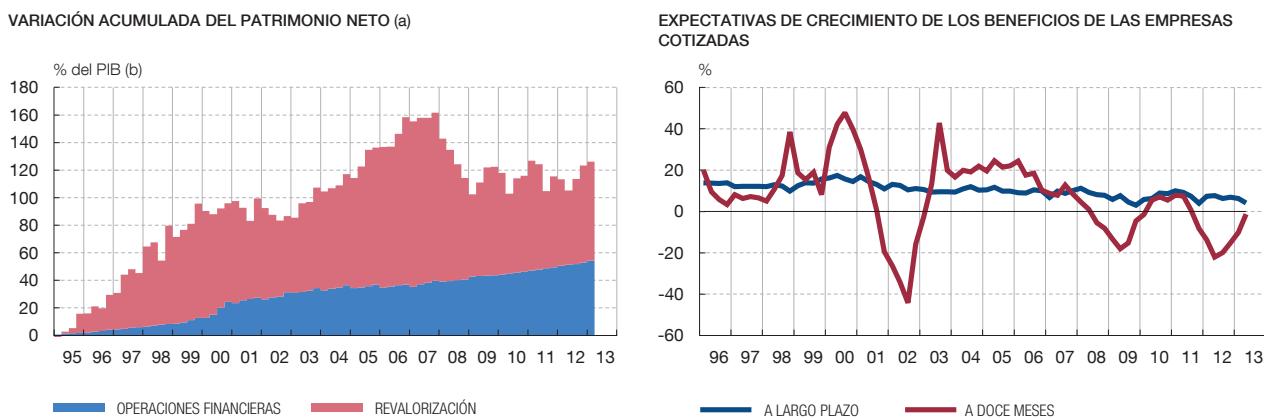


FUENTE: Banco Central Europeo.

a) Países con calificación AAA, aquí considerados: Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos.

b) Porcentaje de empresas que señalan una mejora menor el de las que señalan un deterioro.

c) Porcentaje de empresas que señalan un aumento menor el de las que señalan un descenso.



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.  
b La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

moderado del que anticipaban hace tres meses, mientras que las expectativas correspondientes a horizontes más largos han empeorado ligeramente (véase gráfico 26).

Por último, la proporción de préstamos dudosos de las sociedades no financieras apenas varió en el primer trimestre de 2013, situándose en el 16 %, frente al 16,1 % de tres meses antes. Esto se debió a que la ratio de morosidad se redujo 19 pb en la rama de construcción y servicios inmobiliarios, situándose en el 28,1 %, retroceso que está ligado a la transferencia de créditos a la SAREB de las entidades del grupo <sup>213</sup> (y que no refleja, por tanto, una mejoría genuina de la situación patrimonial de estas empresas), mientras que en el resto de ramas se elevó 56 pb (hasta el 9,3 %).

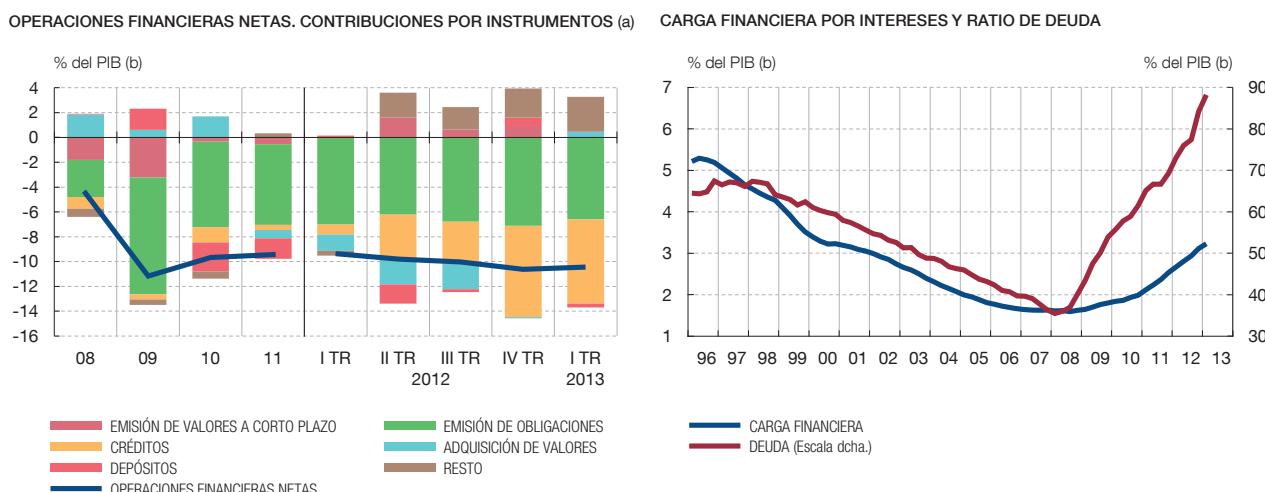
#### 5.4 Las Administraciones Públicas

En el primer trimestre de 2013, según las cuentas financieras, las necesidades de financiación de las AAPP disminuyeron ligeramente (0,2 pp del PIB, en términos acumulados de doce meses), por lo que continúan en registros elevados (10,4 % del PIB) (véase cuadro 10). Hay que tener en cuenta que parte de este déficit (4 pp) está asociado a las inyecciones de fondos realizadas en las instituciones financieras en diciembre de 2012 y en febrero de 2013, que aumentaron el gasto público a través de la partida de transferencias de capital.

Como es habitual, en el primer trimestre de 2013 la principal vía usada por las AAPP para su financiación fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que se obtuvieron fondos equivalentes al 14 % del PIB de este período. En términos acumulados de doce meses, los recursos obtenidos mediante estos instrumentos alcanzaron el 6,6 % del PIB, 0,5 pp menos que en diciembre (véase gráfico 27). Por otra parte, la captación de recursos a través de valores de corto plazo fue del 0,9 % del PIB del trimestre, y la obtenida mediante créditos, del 0,6 %. Este importe incluye el segundo préstamo del MEDE al FROB en el marco de ayudas concedidas para la recapitalización de algunas entidades financieras<sup>14</sup>. Por el lado del activo, en términos acumulados de doce meses, destacó la inversión en valores, que fue positiva por primera vez desde el tercer trimestre de 2011 y alcanzó una cuantía equivalente al 0,4 % del PIB.

13 Este grupo lo constituyen Caja3, Banco Mare Nostrum, Banco CEISS y Liberbank. Son entidades que han necesitado ayuda pública para cubrir su déficit de capital, pero que no estaban participadas mayoritariamente por el FROB antes de las pruebas de resistencia al sector bancario.

14 En febrero, el MEDE realizó un préstamo al FROB por un importe de 1,9 mm, destinado a la recapitalización del denominado «grupo 2».



FUENTE: Banco de España.

- a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.  
b La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

La financiación de las AAPP siguió mostrando un elevado dinamismo, creciendo en mayo, en términos interanuales, un 19,3 %, 0,2 pp más que en marzo. Por instrumentos, esta evolución resultó del mayor avance de los valores a corto plazo, que, en términos interanuales, pasaron a presentar una tasa de crecimiento positiva (del 8,1 %), así como de la aceleración de los instrumentos de renta fija a largo plazo (del 17,2 %, 4,7 pp más que al cierre del primer trimestre) y del menor aumento de los créditos recibidos (32,4 %, frente al 59,6 % de dos meses antes). Estos dos últimos desarrollos están ligados, en gran medida, a la conversión de parte del préstamo sindicado del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores en bonos a finales de mayo.

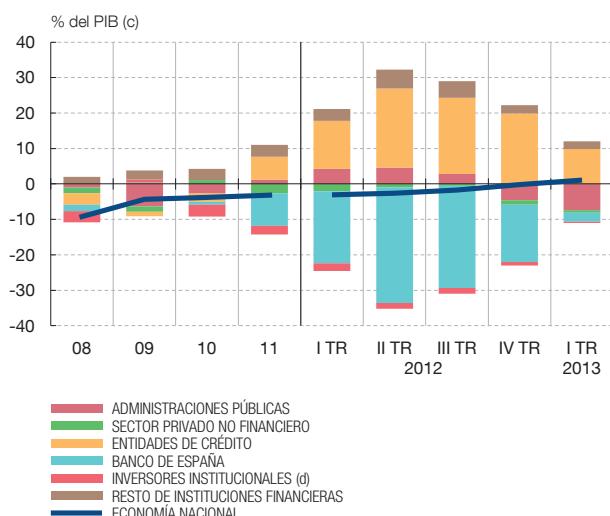
El desglose por tenedores muestra que los hogares y sociedades fueron el único sector que, en términos netos, adquirió valores del Estado en abril, período en el que la emisión neta de este tipo de títulos fue negativa. En cambio, las entidades de crédito, que habían incrementado sus tenencias de este tipo de títulos en los tres meses anteriores, pasaron a reducirlas. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la contracción de la actividad, se ha traducido en nuevos aumentos de la ratio de endeudamiento, que alcanzó el 88,2 % del PIB en marzo (4 pp más que en diciembre de 2012), mientras que la carga financiera apenas varió, situándose en el 3,1 % del PIB.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

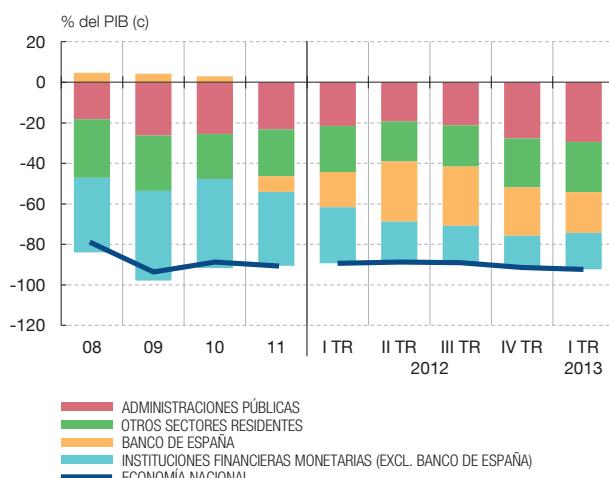
De acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el primer trimestre de 2013 la economía española presentó una necesidad de financiación del 0,4 % del PIB del trimestre. No obstante, en términos acumulados de doce meses, la capacidad de financiación aumentó 1,3 pp, pasando de este modo a situarse en registros positivos (del 1 % del PIB) (véase cuadro 10). Este incremento resultó del aumento del saldo acreedor de las sociedades no financieras y, en menor medida, de los hogares, de la reducción del de las instituciones financieras y del descenso de la posición deudora de las AAPP.

En el primer trimestre de 2013, la entrada neta de capitales, excluyendo las operaciones del Banco de España, fue superior a las necesidades de financiación de la econo-

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 La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

d Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

mía, lo que llevó a un descenso del saldo deudor de este último frente al resto del mundo. De este modo, en términos acumulados anuales, los pasivos canalizados a través del banco central disminuyeron sustancialmente, hasta situarse en el 2,5 % del PIB, 13,7 pp menos que en 2012 (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a abril, revela que en este período los no residentes redujeron su exposición a la economía española (excluyendo el Banco de España), por un importe algo inferior a la desinversión en activos foráneos de los residentes. Estos desarrollos, junto con la capacidad de financiación de la economía española, se reflejaron en un nuevo descenso de la posición deudora del Banco de España frente al exterior.

El detalle por instrumentos muestra que en los tres primeros meses de 2013 el grueso de los fondos captados del exterior se canalizó a través de los mercados interbancarios (tanto a través de operaciones bilaterales como de cámaras contrapartida central) y ascendió al 13,6 % del PIB del trimestre. En términos acumulados de 12 meses siguieron observándose desinversiones, aunque mucho más modestas que en 2012 (véase cuadro 12). Asimismo, destacó la inversión foránea en acciones y otras participaciones emitidas por los agentes nacionales (y, en concreto, por las sociedades no financieras), así como la inversión directa del exterior en España, que representaron un 3,6 % y un 4,2 % del PIB trimestral, respectivamente, y aumentaron en términos anuales hasta el 3,7 % en el primer caso y el 2,6 % en el segundo. Por otra parte, el flujo de fondos canalizado a través de créditos ascendió al 1 % del PIB trimestral, cuantía que incluye el préstamo concedido por el MEDE al FROB en el marco de las ayudas concedidas para la recapitalización de algunas entidades financieras. En contraposición, se registró una desinversión en valores de renta fija por un importe equivalente al 0,6 % del PIB, que se concentró en el sector de las otras instituciones financieras no monetarias (las AAPP, en cambio, captaron fondos del exterior por esta vía).

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN  
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 12

Porcentaje del PIB (a)

	2009	2010	2011	2012	2013
				III TR	IV TR
Operaciones financieras netas	-4,3	-3,8	-3,2	-1,7	-0,2
Operaciones financieras (activos)	-0,6	-3,6	2,0	1,0	2,5
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-3,3	-1,4	0,1	0,7	0,6
<i>De los cuales:</i>					
Interbancario entidades de crédito	-1,7	-1,3	0,0	0,5	0,2
Valores distintos de acciones	0,0	-7,3	-1,1	-2,5	-1,2
<i>De los cuales:</i>					
Entidades de crédito	1,2	-3,2	1,3	-0,4	1,3
Inversores institucionales	-1,0	-4,1	-2,2	-1,8	-1,5
Acciones y otras participaciones	1,6	3,1	0,6	0,7	0,4
<i>De los cuales:</i>					
Sociedades no financieras	0,2	3,3	-0,1	0,6	-0,4
Inversores institucionales	0,6	0,5	-0,4	-0,1	0,4
Préstamos	0,3	1,0	2,1	1,4	1,6
Operaciones financieras (pasivos)	3,7	0,1	5,2	2,7	2,7
Depósitos	-0,5	-0,5	8,8	12,7	0,6
<i>De los cuales:</i>					
Interbancario entidades de crédito (b)	0,7	-7,4	-3,6	-5,4	-5,3
Cesiones temporales entidades de crédito (c)	0,1	5,8	2,8	-8,6	-8,1
Interbancario Banco de España (posición intrasistema)	-0,8	0,2	10,6	29,1	14,7
Valores distintos de acciones	3,5	-2,7	-7,2	-13,4	-5,3
<i>De los cuales:</i>					
Administraciones Públicas	5,2	1,9	-1,0	-3,1	0,7
Entidades de crédito	1,0	-1,8	-2,7	-5,7	-4,0
Otras instituciones financieras no monetarias	-2,7	-2,9	-3,4	-4,6	-2,0
Acciones y otras participaciones	1,0	2,1	2,6	2,6	3,4
<i>De los cuales:</i>					
Sociedades no financieras	0,4	2,3	2,7	2,5	3,1
Préstamos	0,2	1,4	0,9	0,7	4,0
Otros neto (d)	-1,1	-1,1	-0,3	-0,6	-0,8
PRO MEMORIA					
Inversión directa de España en el exterior	0,9	2,7	2,7	1,2	-0,3
Inversión directa del exterior en España	0,7	2,9	2,8	2,1	2,6

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Incluye operaciones *repo* bilaterales.

c Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

Por otra parte, en el primer trimestre los sectores residentes incrementaron sus tenencias de activos frente al resto del mundo por un importe equivalente al 0,5 % del PIB trimestral (0,6 % en términos acumulados de doce meses). La inversión en el exterior se concentró en acciones y otras participaciones (4,7 % del PIB) y créditos (1,1 % del PIB). Para los valores de renta fija se registró una pauta contractiva (se observaron desinversiones por una cuantía equivalente al 1,7 % del PIB —1,4 % en términos acumulados de cuatro trimestres—). De este modo, la inversión directa de España en el exterior se incrementó hasta el 2,6 % del PIB trimestral (0,5 % del PIB, en términos acumulados anuales).

Como resultado de los flujos financieros transfronterizos y de las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio, la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo equivalía al 92,4 % del PIB en marzo de 2013, 1 pp más que a finales de 2012, de acuerdo con los datos procedentes de la Balanza de Pagos (véase gráfico 28). Por sectores, esta evolución resultó del aumento del saldo deudor de las instituciones financieras monetarias (excluyendo el Banco de España) y, en menor medida, de las AAPP, que fue parcialmente compensado por el descenso de la posición deudora del Banco de España, mientras que los activos netos del sector privado no financiero apenas variaron.

18.7.2013.



## LA VARIACIÓN EN LA SENSIBILIDAD CÍCLICA DE LA INFLACIÓN ESPAÑOLA: UNA PRIMERA APROXIMACIÓN

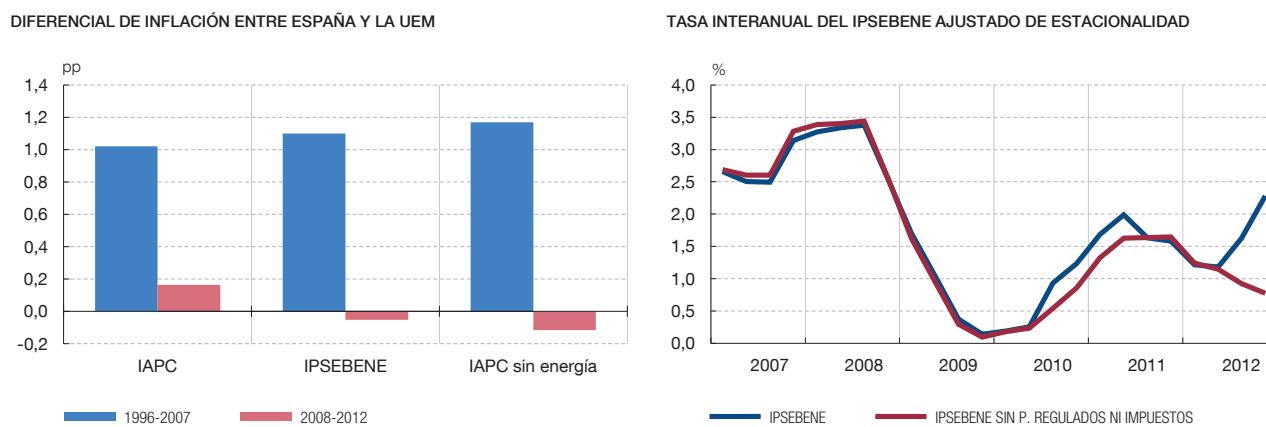
Este artículo ha sido elaborado por Luis Julián Álvarez y Alberto Urtasun, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

En el conjunto de las economías avanzadas, la inflación ha mostrado en los últimos años una considerable resistencia a la baja, lo que resulta especialmente llamativo, dada la intensidad de la recesión. En este contexto, diversos estudios recientes han analizado la relación entre la dinámica de los precios y la actividad, proporcionando un conjunto de explicaciones potenciales sobre la rigidez a la baja de la inflación durante esta última crisis [véanse, por ejemplo, FMI (2013) o Matheson y Stavrev (2013)]. Así, se ha señalado que el reducido impacto de la caída en la actividad sobre la inflación podría ser indicativo de brechas de producción moderadas. Los notables incrementos de las tasas de desempleo observados recientemente serían, en gran medida, de naturaleza estructural, por lo que su incidencia sobre la negociación salarial y la determinación de precios serían menores que si fueran meramente de carácter cíclico. También se ha destacado que las reducidas tasas de inflación observadas en los últimos años y su escasa variabilidad son reflejo de las estrategias de estabilidad de precios seguidas por numerosos bancos centrales, como es el caso del Eurosistema. De acuerdo con esta hipótesis, el anclaje de las expectativas de inflación en torno a niveles moderados explicaría fluctuaciones reducidas de las variaciones de precios alrededor de los valores de referencia. Otras explicaciones de la resistencia a la baja de la inflación atribuyen a la globalización una mayor respuesta de los precios al grado de holgura de la economía mundial, con una menor incidencia de la situación cíclica nacional. Asimismo, una menor respuesta al ciclo de los márgenes empresariales o, incluso, su naturaleza contracíclica también contribuirían a explicar la estabilidad de la inflación en un contexto recesivo, como el actual. Por último, la rigidez de la inflación podría aumentar si las empresas optimizan sus precios con menor frecuencia cuando disminuye la inflación promedio.

La reducción de la sensibilidad de la inflación frente al ciclo, no obstante, no es un fenómeno observado en todos los países. Por ejemplo, la economía española ha mostrado en el período más reciente un comportamiento que difiere de esta pauta. Así, a pesar del impulso alcista sobre los precios ligado al proceso de consolidación fiscal (véase panel derecho del gráfico 1), la inflación se ha reducido en mayor medida que la de otras economías avanzadas (panel izquierdo del gráfico 1). En concreto, el diferencial con la zona del euro en términos del índice general de precios de consumo ha pasado de, aproximadamente, 1 punto porcentual (pp) en el promedio 1996-2007 a uno cercano a 0,2 pp en la fase recesiva (2008-2012), reducción que ha sido, incluso, más intensa en términos de la inflación subyacente. De hecho, la sensibilidad cíclica de la inflación española parece haber aumentado en los últimos años, lo que sería coherente con cierta reducción de las rigideces nominales. En el contexto actual, caracterizado por la debilidad de la demanda interna y la necesidad de alcanzar ganancias de competitividad, esta respuesta es particularmente beneficiosa, ya que la consiguiente moderación de los precios está facilitando el impulso de la demanda exterior neta y amortiguando la caída de la demanda interna.

El objetivo de este artículo —que resume los primeros resultados de un proyecto más amplio de análisis de las políticas de determinación de precios— es proporcionar evidencia empírica sobre los cambios en la respuesta de la inflación española a las fluctuaciones de la actividad producidos desde el inicio de la recesión. En la sección 2 se presenta información descriptiva sobre la relación entre diversas medidas de inflación y de actividad. En el apartado 3 se ofrecen los resultados de varias estimaciones econométricas. El artículo se cierra con una sección de conclusiones.



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

#### Evidencia descriptiva sobre la relación entre inflación y ciclo

En este apartado se presenta un análisis de las correlaciones simples entre diferentes medidas de inflación y de posición u holgura cíclica de la economía. Para una correcta interpretación de estas relaciones, se debe tener en cuenta que el signo teórico de la relación entre la tasa de inflación y la situación cíclica no está determinado *a priori*. Por un lado, las perturbaciones de demanda positivas (negativas) tienden a elevar (disminuir) los precios y las cantidades, generando una relación positiva entre ambas variables. Por el contrario, las perturbaciones de oferta o las variaciones impositivas inciden en direcciones opuestas sobre precios y cantidades, por lo que la relación entre ambas variables es negativa. Por este motivo, a continuación se consideran dos medidas de inflación. Por un lado, el IPC, que incluye componentes particularmente afectados por perturbaciones de oferta, como la energía y los alimentos no elaborados, y, por otro, una medida del *núcleo inflacionista*, el IPSEBENE, mucho menos sensible a las fluctuaciones de la oferta. Adicionalmente, esta última medida se depura del impacto de las variaciones de precios asociadas a cambios en la imposición indirecta y de precios regulados, por lo que cabe esperar que muestre un carácter procíclico. Este ajuste es particularmente relevante en los últimos años, dados los aumentos producidos en los tipos de gravamen del IVA en 2010 y 2012, así como el encarecimiento de algunos bienes y servicios con precios regulados, como los medicamentos o las tasas vinculadas a servicios públicos diversos. En concreto, la trayectoria descendente que muestra esta medida desde mediados de 2011 contrasta notablemente con la evolución alcista del IPSEBENE (panel derecho del gráfico 1).

La literatura macroeconómica sobre determinación de precios hace hincapié en el efecto de la situación cíclica sobre aquellos. El análisis empírico ha de tener en cuenta que el grado de holgura cíclica de una economía no es directamente observable, por lo que resulta conveniente hacer una aproximación mediante la consideración de un amplio conjunto de medidas. En concreto, en este apartado se analizan cuatro aproximaciones al componente cíclico ligadas al mercado de trabajo (variación interanual de la tasa de paro, tasa de paro, *recession gap*<sup>1</sup> y paro cíclico<sup>2</sup>) y otras cuatro más vinculadas a la evolución de la actividad (crecimiento del PIB, variación del consumo, utilización de la capacidad productiva y *output gap*).

1 Stock y Watson (2010) definen esta medida como la diferencia entre la tasa de paro corriente y la mínima de los últimos doce trimestres (incluyendo el corriente).

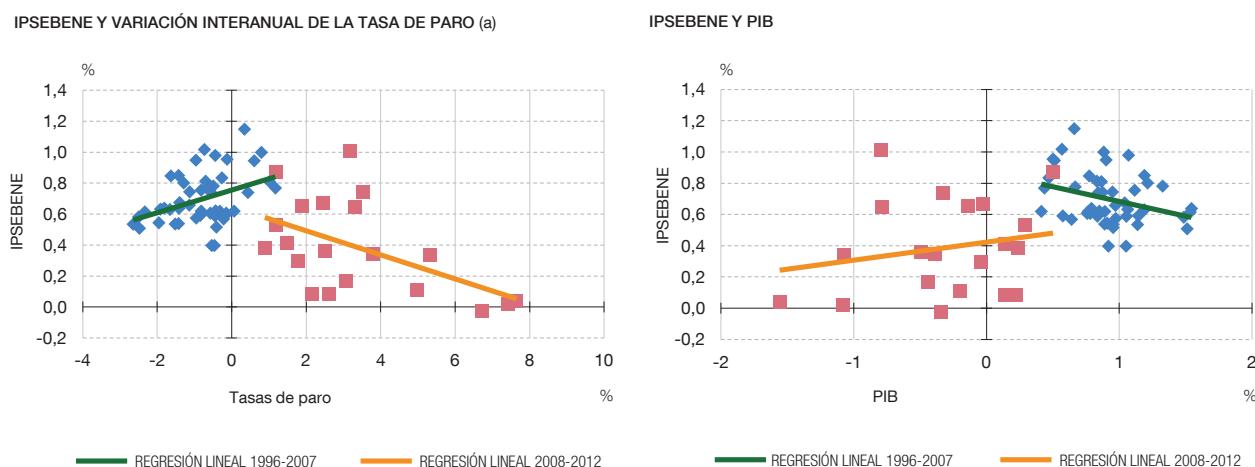
2 Esta medida se obtiene a partir de un modelo de componentes no observables que permite separar los componentes cíclico y estructural de la tasa de paro. Una descripción más detallada de esta metodología puede verse en Watson (1986).

		Período: 1996-2007		Período: 2008-2012	
		Tasas interanuales	Tasas intertrimestrales	Tasas interanuales	Tasas intertrimestrales
IPSEBENE, sin precios regulados ni impuestos	Variación anual de la tasa de paro	0,64	0,38	-0,17	-0,59
	Tasa de paro	-0,09	-0,28	-0,70	-0,49
	Recession gap	0,61	0,26	-0,85	-0,63
	Paro cíclico	-0,45	-0,27	-0,25	-0,26
	PIB	-0,71	-0,30	0,59	0,39
	Consumo privado	-0,55	-0,05	0,12	-0,21
	Utilización de la capacidad productiva	-0,62	-0,22	0,95	0,83
	Output gap	0,12	0,33	0,89	0,65
IPC	Variación anual de la tasa de paro	0,32	0,12	-0,73	-0,70
	Tasa de paro	-0,38	-0,32	-0,26	0,08
	Recession gap	0,19	0,15	-0,66	-0,25
	Paro cíclico	-0,50	-0,28	0,36	0,25
	PIB	-0,33	-0,11	0,87	0,68
	Consumo privado	-0,25	0,10	0,51	0,13
	Utilización de la capacidad productiva	-0,32	-0,07	0,81	0,24
	Output gap	0,36	0,35	0,49	0,03

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

## RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN Y CICLO ECONÓMICO

## GRÁFICO 2



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a IPSEBENE, sin precios regulados ni impuestos.

En el análisis, se considera el período de expansión, comprendido entre 1996 y 2007, y el período 2008 y 2012, en el que la economía española ha afrontado una doble recesión. En el cuadro 1 se presentan los coeficientes de correlación simple entre las diferentes medidas de inflación y ciclo consideradas. Con carácter general, se aprecia que, en la recesión, las medidas de inflación son más procíclicas de lo que lo eran con anterioridad. En el mismo sentido, en el gráfico 2 se presentan diagramas de dispersión entre la medida de *núcleo inflacionista* (eje de ordenadas) y las dos medidas de holgura (eje de abscisas) que

se van a emplear en el análisis econométrico posterior, distinguiendo ambos subperiodos. En él se aprecia con claridad un comportamiento diferenciado de la relación entre ambas variables. En concreto, durante el período de expansión la mayor demanda o mejor situación del mercado de trabajo no se vio acompañada de una inflación más elevada. Por el contrario, la intensa contracción de la actividad de los últimos años ha motivado un cambio en esta relación, y los aumentos en la tasa de paro o las caídas de la actividad han venido acompañados de una moderación de la inflación.

#### Algunas estimaciones de la sensibilidad cíclica de la inflación

Para analizar con más precisión la dinámica de la inflación, en este apartado se presentan estimaciones de curvas de Phillips estándar<sup>3</sup>. Según este tipo de relación, la inflación corriente ( $\pi_t$ ) depende de la inflación esperada ( $\pi_t^e$ ) y del grado de holgura cíclica en la economía ( $h_t$ ), así como de un término de error ( $e_t$ ). La inflación corriente es normalmente mayor si aumenta la inflación esperada y menor si se incrementa el grado de holgura en la economía. La sensibilidad cíclica de la inflación viene determinada por el coeficiente  $\alpha$ . En concreto, la relación estimada es:

$$\pi_t = \pi_t^e + \alpha h_t + e_t$$

La inflación esperada es una variable que no se observa, por lo que resulta necesario establecer alguna hipótesis sobre su evolución. En las estimaciones que se presentan, se adopta el enfoque de Ball y Mazumder (2011). Estos autores consideran que las expectativas de inflación son una combinación de un componente prospectivo (*forward-looking*) y otro retrospectivo (*backward-looking*). El primero se identifica con el objetivo de inflación del banco central  $\pi^o$  y el segundo con la inflación promedio del último año. En frecuencia trimestral, la formulación empleada para aproximar las expectativas de inflación es la siguiente,

$$\pi_t^e = \gamma \pi^o + (1 - \gamma) \frac{1}{4} (\pi_{t-1} + \pi_{t-2} + \pi_{t-3} + \pi_{t-4})$$

De las expresiones anteriores se obtiene la ecuación que se utiliza en la estimación:

$$\pi_t = \gamma \pi^o + (1 - \gamma) \frac{1}{4} (\pi_{t-1} + \pi_{t-2} + \pi_{t-3} + \pi_{t-4}) + \alpha h_t + e_t$$

Para aislar el impacto de las perturbaciones de oferta, se emplea la medida de *núcleo inflacionista* (ajustada de estacionalidad) que excluye del índice general los componentes energéticos y de alimentos no elaborados, así como el efecto de los cambios impositivos y de precios regulados. El grado de holgura cíclica en la economía se aproxima a partir de la variación interanual de la tasa de paro o de la tasa de variación intertrimestral del PIB.

El cuadro 2 muestra las estimaciones de este modelo de curva de Phillips. Para el período 1995-2007, la mayor actividad se traduce en mayor inflación, si bien el efecto no es estadísticamente significativo. Asimismo, se estima un componente retrospectivo importante en la dinámica de los precios ( $1 - \gamma$ ), de modo que la inflación presenta un carácter inercial notable.

La estimación de los modelos para el período 2008-2012 confirma el aumento de la sensibilidad cíclica de la inflación en el período más reciente<sup>4</sup>. En efecto, el coeficiente

<sup>3</sup> Por claridad en la exposición, no se muestran versiones de curva de Phillips para economías abiertas. La introducción de precios de importación no altera el resultado de aumento de la mayor sensibilidad cíclica.

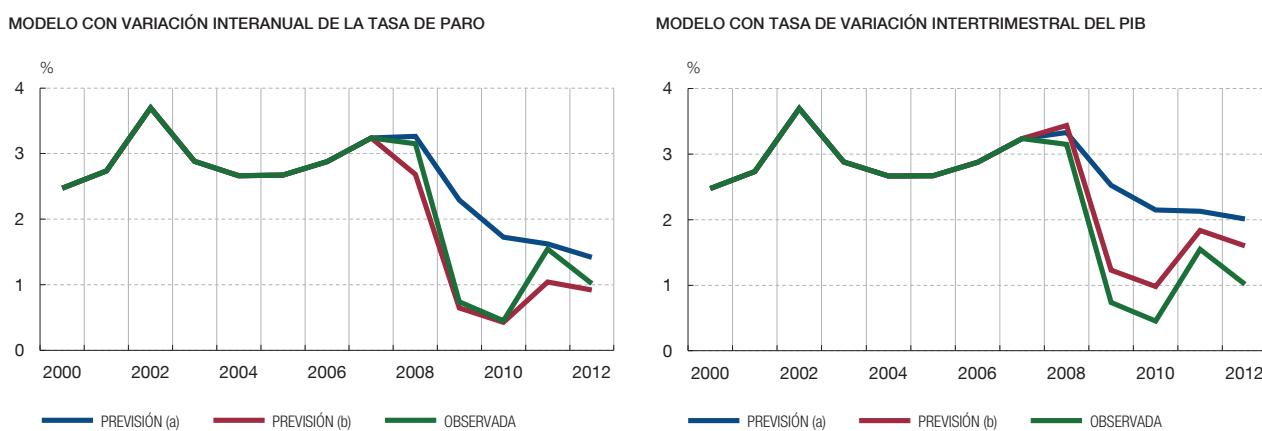
<sup>4</sup> Por el contrario, Ball y Mazumder (2011) muestran una menor sensibilidad cíclica en Estados Unidos para el período más reciente.

Coeficientes estimados ( <i>p</i> -value entre paréntesis)				
	Modelo con variación interanual de la tasa de paro		Modelo con tasa de variación intertrimestral del PIB	
	1995-2007	2008-2012	1995-2007	2008-2012
$\gamma$	0,19 (0,10)	0,52 (0,00)	0,31 (0,03)	0,48 (0,00)
$\alpha$	-0,08 (0,45)	-0,22 (0,00)	0,06 (0,13)	0,35 (0,00)

FUENTE: Banco de España.

### EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN COMPARADA CON LA PREVISTA

### GRÁFICO 3



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a) Previsiones dinámicas estimando el modelo hasta el cuarto trimestre de 2007.  
b) Previsiones dinámicas suponiendo que se conocen los coeficientes estimados con datos desde I TR 2008 al IV TR 2012.

de la medida de holgura cíclica aumenta en valor absoluto y pasa a ser estadísticamente significativo<sup>5</sup>. Esta evolución sería coherente con una reducción del grado de rigidez nominal en un contexto recesivo<sup>6</sup>. De acuerdo con esta evidencia, las empresas ajustarían a la baja sus precios para evitar una mayor reducción de beneficios ante caídas sustanciales de la demanda. Por otro lado, las estimaciones muestran una reducción del grado de inercia de la inflación.

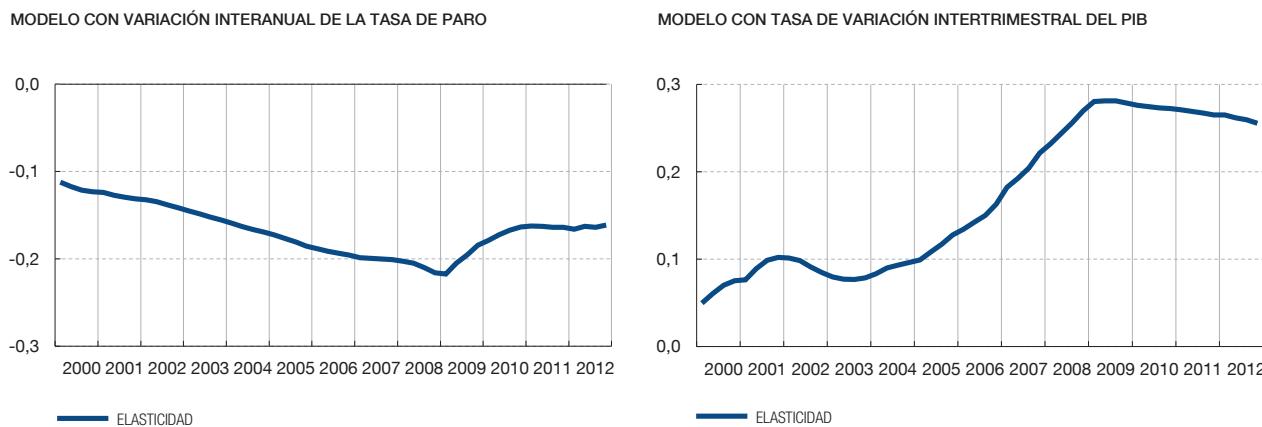
En el gráfico 3 se muestran las predicciones dinámicas obtenidas con los modelos anteriores, con origen en el primer trimestre de 2008, así como la evolución efectivamente observada de la inflación. Como se puede observar, si se utilizan los coeficientes estimados para el primer período, la inflación durante la fase recesiva ha sido inferior a la predicha por el modelo, lo que podría venir explicado por un incremento de la sensibilidad cíclica en los años más recientes. Por el contrario, ejercicios similares para Estados Unidos muestran que la tasa de inflación observada ha sido superior a lo que cabría anticipar de acuerdo con relaciones históricas, de modo que la curva de Phillips se habría aplanado. Otra pregunta relevante es si hubiera sido posible predecir el comportamiento de la inflación

5 Para evitar problemas de simultaneidad, el crecimiento del PIB aparece desfasado un período.

6 Utilizando información microeconómica de precios, Klenow y Malin (2010) encuentran que la frecuencia de ajuste de los precios en Estados Unidos ha aumentado durante la recesión.

## ELASTICIDAD DE LA INFLACIÓN A LA MEDIDA DE HOLGURA

GRÁFICO 4



FUENTE: Banco de España.

en el período 2008-2012, si se hubiese conocido el cambio en la relación entre inflación y actividad. El gráfico muestra las predicciones dinámicas desde el primer trimestre de 2008 bajo la hipótesis de que se conocen los coeficientes estimados para el segundo período, y pone de manifiesto que los modelos utilizados presentan una capacidad explicativa relativamente elevada a la hora de dar cuenta de la reducción de la inflación observada en los últimos años en la economía española.

Una forma alternativa de analizar la evolución de la sensibilidad cíclica de la inflación es estimar una versión del modelo en la que se permite que el coeficiente del grado de holgura cíclica no sea constante, sino que varíe a lo largo del tiempo, como el que se muestra en el gráfico 4<sup>7</sup>. En él, se aprecia con claridad una mayor incidencia de la posición cíclica sobre las variaciones de precios en el período más reciente<sup>8</sup>.

### Conclusiones

En los últimos años se ha producido una notable reducción del diferencial de inflación entre España y los países de la Unión Monetaria. En este artículo se ha presentado evidencia indicativa de que la inflación española es en la actualidad más sensible al grado de holgura de la economía que en el pasado, lo que contrasta con la relación menos estrecha entre estas variables que se ha observado recientemente en otras economías avanzadas. Este resultado se mantiene considerando distintas especificaciones econométricas y diferentes indicadores de inflación y de actividad. En el contexto actual, esta mayor sensibilidad cíclica de los precios está propiciando una corrección intensa de la desventaja competitiva acumulada durante el último ciclo expansivo, ajuste que está favoreciendo el actual dinamismo del sector exportador y amortiguando la caída de la demanda interna. No obstante, para asegurar la continuidad futura del proceso de depreciación del tipo de cambio real continúan siendo necesarias reformas que incrementen la competencia en los mercados de determinados productos y que favorezcan la eficiencia en los mercados de factores, de modo que permitan al tejido productivo español aumentar la calidad comparativa de los diferentes bienes y servicios<sup>9</sup>, así como acompañar en mayor medida sus precios de venta a los costes soportados y a las condiciones concretas del ciclo económico.

7 Este estimador dinámico de la holgura se ha obtenido a partir de un filtro de Kalman.

8 Como elemento de contraste, se han realizado estimaciones recursivas de modelos de curva de Phillips, empleando muestras con un número fijo de años (en concreto, cinco) y los resultados confirman el incremento de la sensibilidad cíclica de la inflación española en los últimos años.

9 Martín y Tello (2013) analizan el papel de la competitividad-no precio como determinante de la actividad exportadora de las empresas europeas.

Una vía de avance sobre este artículo es determinar la importancia relativa de los distintos factores determinantes de este aumento de la sensibilidad cíclica de la inflación. En concreto, resulta de interés analizar posibles respuestas diferenciales de los salarios nominales, la productividad o los márgenes que establecen las empresas. Asimismo, es importante abordar si el resultado obtenido en esta aproximación supone un cambio en la respuesta de los precios a las fluctuaciones de la actividad o es consecuencia de posibles asimetrías entre fases expansivas y recesivas en la relación entre estas dos variables.

9.7.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- BALL, L., y S. MAZUMDER (2011). «Inflation Dynamics and the Great Recession», *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013). «The dog that didn't bark: Has Inflation been muzzled or was it just sleeping?», *World Economic Outlook*, abril.
- KLENOW, P. J., y B. MALIN (2010). «Microeconomic Evidence on Price-Setting», en B. M. Friedman y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 3 (6), pp. 231-284, Elsevier.
- MARTÍN, C., y P. TELLO (2013). «La actividad exportadora y la competitividad-no precio de las empresas europeas», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- MATHESON, T., y E. STAVREV (2013). «The Great Recession and the Inflation Puzzle», *Economic Letters*, de próxima publicación.
- STOCK, J., y M. WATSON (2010). *Modeling Inflation after the Crisis*, NBER Working Paper Series, 16488.
- WATSON, M. (1986). «Univariate detrending methods with stochastic trends», *Journal of Monetary Economics*, 18, pp. 49-75.



Este artículo ha sido elaborado por Luis Gordo, Pablo Hernández de Cos y Javier J. Pérez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La crisis económica y financiera ha provocado un aumento sustancial de la deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) de los países de la Unión Europea (UE) hasta niveles muy superiores a los existentes en el período anterior a 2008. Esta trayectoria, junto con las dificultades de atajar esa dinámica expansiva, ha colocado la sostenibilidad de las finanzas públicas en el centro del debate de la política económica en Europa.

En el caso de las AAPP españolas, el reducido nivel de deuda pública de partida (36 % del PIB, frente al 66 % del PIB en el área del euro en 2007) permitió absorber el impacto inicial del deterioro cíclico sobre las finanzas públicas sin que se llegaran a alcanzar niveles elevados del *stock* de deuda. No obstante, la prolongación de la debilidad económica, los elevados déficits públicos, así como el impacto de las ayudas al sector financiero, entre otros factores, han situado la ratio de deuda sobre el PIB en el 84,2 % en 2012 (88,2 % del PIB en el primer trimestre de este año), aunque todavía por debajo de su nivel en la UEM.

El rápido incremento de la deuda pública en algunos países del área del euro fue, de hecho, uno de los factores que originaron la crisis de deuda soberana que se inició a comienzos de 2010. La revisión del marco de gobernanza económica de la UE que se ha producido como respuesta a esta crisis ha incluido una reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que tiene precisamente como uno de sus principales objetivos reforzar el papel disciplinador del límite definido sobre la deuda pública. En el mismo sentido, la modificación del marco presupuestario español, iniciada en septiembre de 2011 con la reforma de la Constitución y su desarrollo posterior en abril de 2012 a través de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LEP), otorga una importancia mayor a esta variable. En particular, establece un límite explícito que no se contemplaba en las leyes de estabilidad previas, de forma que su peso sobre el PIB no podrá superar el 60 %, estableciéndose un período transitorio hasta 2020 para la aplicación de este criterio<sup>1</sup>.

En este contexto, el seguimiento de la deuda pública ha adquirido una importancia muy significativa. Este artículo analiza su evolución en el período más reciente en el caso español a partir de las estadísticas que publica el Banco de España<sup>2</sup>. Para ello, en el apartado siguiente se describen, en primer lugar, los distintos conceptos de endeudamiento de las AAPP habitualmente utilizados. Resulta importante conocer las diferentes definiciones de esta variable para poder efectuar una interpretación adecuada, en particular cuando se efectúan comparaciones internacionales. En el apartado tercero se parte de uno de estos conceptos, el relativo a la deuda pública según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), y se analizan los desarrollos recientes de sus factores determinantes y de su composición por agentes, plazos, instrumentos y tenedores. La sección cuarta muestra los principales elementos que han afectado al denominado «ajuste déficit/deuda», que permite reconciliar

<sup>1</sup> Asimismo, la LEP establece la distribución del límite del 60 % del PIB entre subsectores de las AAPP: a la Administración Central le corresponde un 44 % del PIB; al conjunto de CCAA, un 13 %, y a las CCLL, un 3 %.

<sup>2</sup> En el cuadro 1 se ofrece un resumen de las principales publicaciones del Banco de España con información sobre deuda de las AAPP.

Estadística	Publicación	Frecuencia	Desfase temporal
Estado: Deuda según el PDE y cuentas financieras	<i>Indicadores económicos</i> (6.2 y 6.3) <a href="http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/e0603.pdf">http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/e0603.pdf</a>	Mensual	28-30 días
AAPP: Avance deuda según el PDE	<i>Indicadores económicos</i> (8.8) <a href="http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/e0808.pdf">http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/e0808.pdf</a>	Mensual	47-48 días
AAPP: Deuda según el PDE de las AAPP, con detalles por subsectores, administraciones (CCAA, CCLL y Fondos del Estado) e instrumentos. Ajustes déficit-deuda	<i>Boletín Estadístico</i> (capítulos 11 a 14) <a href="http://www.bde.es/webbde/es/estadis/bolest11.html">http://www.bde.es/webbde/es/estadis/bolest11.html</a>	Trimestral	75 días
AAPP: Cuentas financieras trimestrales completas	<i>Cuentas Financieras de la Economía Española</i> (cuadros 2.15 a 2.19) <a href="http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/cfcap2.html">http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/cfcap2.html</a>	Trimestral	110 días

FUENTE: Banco de España.

## DIFERENTES CONCEPTOS DE ENDEUDAMIENTO DE LAS AAPP

Millones de euros y estructura porcentual a 31.12.2012

	Deuda según el PDE	Pasivos de las Cuentas Financieras de la Economía Española		Pasivos consolidados de las Cuentas Financieras de la Economía Española		
		dic-12	dic-12	dic-12	dic-12	
1 Efectivo y depósitos	3.681	0,4 %	3.681	0,3 %	3.681	0,4 %
2 Valores distintos de acciones	669.027	75,7 %	743.256	63,2 %	675.928	71,0 %
Valores en poder de AAPP	—	—	67.328	5,7 %	—	—
Resto de valores (corto, medio y largo plazo)	669.027	75,7 %	675.928	57,4 %	675.928	71,0 %
3 Préstamos a largo plazo entre AAPP	—	—	117.022	9,9 %	—	—
4 Otros préstamos a largo plazo	196.490	22,2 %	196.473	16,7 %	196.473	20,6 %
5 Préstamos a corto plazo	14.675	1,7 %	14.667	1,2 %	14.667	1,5 %
6 Créditos comerciales y otros pasivos entre AAPP	—	—	39.759	3,4 %	—	—
7 Otros créditos comerciales y otros pasivos	—	—	61.791	5,3 %	61.791	6,5 %
<b>8 TOTAL (8 = 1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7)</b>	<b>883.873</b>	<b>100,0 %</b>	<b>1.176.649</b>	<b>100,0 %</b>	<b>952.540</b>	<b>100,0 %</b>
Porcentajes respecto al PIBpm	—	84,2 %	—	112,1 %	—	90,8 %

FUENTE: Banco de España.

NOTA: En el cuadro 1 del capítulo 11 del *Boletín Estadístico* y en el cuadro 2.15 de las *Cuentas Financieras de la Economía Española* del Banco de España se publica información detallada de frecuencia trimestral.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1101.pdf>.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/0215a.pdf>.

los datos de necesidad de financiación o déficit de las AAPP con los de variaciones del stock de deuda según el PDE. El apartado quinto incluye unas breves conclusiones.

## Los diferentes conceptos de endeudamiento público

En términos económicos, los gastos de las AAPP y las adquisiciones de activos financieros que no se financian con los ingresos corrientes y de capital (ingresos impositivos, esencialmente) deben financiarse mediante la generación de pasivos. Esta generación de pasivos se suele denominar «deuda o endeudamiento de las AAPP». Dentro de esta definición general se pueden distinguir distintos conceptos, delimitados por los instrumentos que incluye cada uno de ellos y por el método de valoración. A continuación se describen los principales conceptos de endeudamiento de las AAPP que se utilizan habitualmente y se comparan sus magnitudes para el caso español (véase cuadro 2).

### *Pasivos totales de las AAPP*

Es el concepto de endeudamiento más amplio posible, reflejado en las *Cuentas Financieras de la Economía Española* (CFEE), dado que comprende la totalidad de los pasivos contraídos por las AAPP, independientemente de su naturaleza<sup>3</sup>. En particular, al contrario que en la deuda según el PDE que se describirá a continuación, incluye los pasivos de las AAPP que se encuentran en poder de las propias AAPP (de una Administración Pública frente a otra) y los créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago, que reflejan, entre otras cosas, los aplazamientos en los pagos que deben las AAPP a sus proveedores de bienes y servicios. En cuanto a la valoración de los pasivos, se sigue la metodología que establece el SEC95<sup>4</sup>, que se caracteriza por utilizar los precios de mercado en los saldos y flujos de los pasivos materializados en valores distintos de las acciones.

Asociado a esta definición, se incluye un segundo concepto, denominado «pasivos consolidados», que coincide con el de los pasivos totales de las AAPP, pero en el que se eliminan aquellos pasivos que se encuentran en poder de las propias AAPP.

### *Deuda de las AAPP elaborada según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)*

Este concepto de endeudamiento es el relevante a efectos de los límites establecidos en el PEC europeo y en la LEP española, y se define en los reglamentos comunitarios<sup>5</sup>. Está constituido por las obligaciones de las AAPP materializadas en efectivo y depósitos, valores que no sean acciones, con exclusión de los productos financieros derivados, y préstamos. Se diferencia del concepto previo «Pasivos totales de las AAPP» en que no incluye los pasivos de las AAPP en poder de otras AAPP ni los denominados «créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago». Además, los métodos de valoración de los pasivos que se aplican en la deuda elaborada según el PDE se basan en la utilización de los valores nominales.

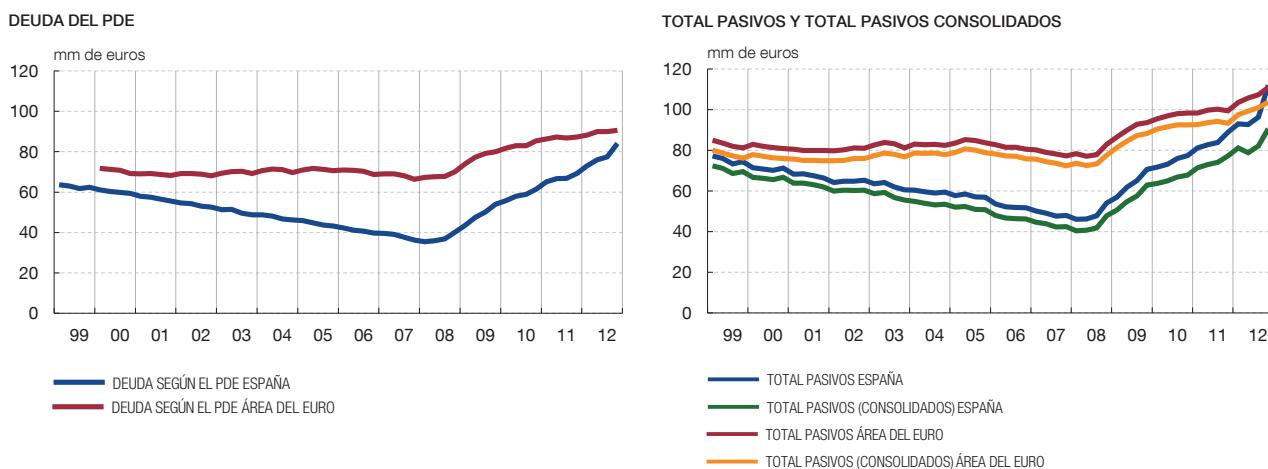
En el cuadro 2 se presenta una comparación de las tres definiciones de endeudamiento anteriores para el caso español. El gráfico 1 muestra la evolución temporal reciente de estas tres definiciones para España y el área del euro. Se observa que los pasivos totales de las AAPP españolas alcanzaron el 112,2 % del PIB a finales de 2012 (110,9 % en el área del euro). Sin embargo, de este total, en España algo más de 21 puntos porcentuales (pp) del PIB se corresponden con pasivos de una Administración Pública frente a otra, de tal forma que los pasivos consolidados se situaron en el 90,8 % del PIB (103,7 % en el área del euro). Asimismo, si se eliminan los créditos comerciales y otros pasivos, que alcanzaron un 6 % del PIB en España (4,7 % en el área del euro)<sup>6</sup> y se ajusta por la distinta metodología de valoración, se llega a la deuda elaborada según el PDE (84,2 % del PIB en 2012). Por su parte, la deuda

3 Esos pasivos son la emisión de moneda, valores distintos de acciones, participaciones, créditos no comerciales, a corto y a largo plazo, en euros y en monedas distintas del euro, créditos comerciales y otras obligaciones pendientes de pago.

4 Véase nota metodológica de las CFEE, que se difunde en el sitio web del Banco de España (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/NotasEstadisticas/07Fic/nest05.pdf>).

5 La definición actual de este endeudamiento está regulada por el Reglamento (CE) n.º 479/2009, del Consejo, de 25 de mayo de 2009. Entre otras cosas, esta normativa obliga a los Estados miembros de la UE a enviar a la Comisión Europea —concretamente, a Eurostat—, dos veces al año (a finales de marzo y a finales de septiembre), los datos de esta definición de deuda por subsectores y con un amplio detalle sobre determinados conceptos y operaciones. Estos envíos de datos se conocen como «Notificaciones PDE».

6 Existe una cierta heterogeneidad entre países en el tamaño de los créditos comerciales y otros pasivos. En 2012 se situaron muy por debajo de la media en Alemania (0,1 % del PIB) y Austria (0,9 %); alrededor de la media en Irlanda (3,1 %), Portugal (4,1 %), Bélgica (4,1 %), Holanda (4,9 %), Italia (5,5 %), Finlandia (5,6 %), España (6 %), y Luxemburgo (6,6 %); y muy por encima en Francia (9,4 %) y Grecia (11,1 %).



FUENTES: Banco de España y Eurostat.

NOTA: En el cuadro 1 del capítulo 11 del *Boletín Estadístico* y en el cuadro 2.15 de las *Cuentas Financieras de la Economía Española* del Banco de España se publica información detallada de frecuencia trimestral.  
<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1101.pdf>  
<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/0215a.pdf>

según el PDE se situó en el área del euro en el 90,6 % en ese mismo año. En términos de variaciones, el incremento de la deuda del PDE en el período 2007-2012 fue de 48 puntos del PIB en el caso español, el doble que en el área del euro.

#### *Endeudamiento neto de las AAPP*

En ocasiones se utiliza también el concepto denominado *deuda pública neta*, que se obtiene partiendo de la deuda de las AAPP en términos brutos, que es como se definen los conceptos de endeudamiento descritos con anterioridad, y deduciéndo una parte o el total del saldo de activos financieros, dado que, desde un punto de vista económico, las AAPP podrían hacer frente al pago de su endeudamiento vendiendo los activos financieros que poseen, al menos los de carácter más líquido. En el cuadro 3 se presenta el total de activos financieros de las AAPP en 2012 en España. Se observa que representaron el 31,9 % del PIB en términos de activos consolidados, de los cuales alrededor de un 43 % se correspondía con acciones y otras participaciones, y un 25 %, con efectivo y depósitos. Si del total de pasivos consolidados (90,9 % del PIB en diciembre del año pasado) se dedujera el total de activos consolidados, el pasivo neto resultante se situaría en el 59 % del PIB a finales de 2012.

#### *Los pasivos contingentes*

Las AAPP conceden en ocasiones avales y otras garantías sobre las deudas contraídas por otros sectores institucionales. Estos avales y garantías no se registran como pasivos en las cuentas de las AAPP, dado que la deuda garantizada es registrada entre los pasivos del agente que recibe la garantía<sup>7</sup>. No obstante, estas garantías suponen unos pasivos contingentes para las finanzas públicas, de modo que, si la garantía fuese ejecutada total o parcialmente, las AAPP asumirían la totalidad de la deuda, se registraría como contrapartida una transferencia de capital pagada al deudor original y, por lo tanto, se incrementaría el déficit y la deuda de las AAPP.

<sup>7</sup> Además de los avales y garantías concedidos por las AAPP sobre los pasivos que contraen otros sectores, existen otros tipos de pasivos contingentes de las AAPP de diferente naturaleza o con un valor del riesgo asociado de difícil medición, entre los que destacan los compromisos de pago en el futuro de los gastos en pensiones y las garantías a los depositantes hasta los límites establecidos en las entidades de crédito que participan en el Fondo de Garantía de Depósitos, unidad que desde el 1 de enero de 2012 forma parte del sector AAPP.

## ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS AAPP

CUADRO 3

Millones de euros

	2008	2009	2010	2011	2012
1 Activos financieros de las AAPP sin consolidar (1 = 1.1 + 1.2 + 1.3 + 1.4 + 1.5)	342.161	382.872	393.061	439.110	560.916
En % del PIB	31,5	36,5	37,5	41,3	53,4
1.1 Efectivo y depósitos	101.935	119.749	95.114	77.523	84.693
1.2 Valores distintos de acciones	71.677	77.814	83.371	77.657	74.202
Corto plazo	1.266	1.203	3.712	2.211	5.857
Largo plazo	70.411	76.611	79.659	75.446	68.345
1.3 Préstamos	40.608	47.970	53.714	64.611	175.652
1.4 Acciones y otras participaciones	88.319	95.016	109.930	133.469	143.918
1.5 Otras cuentas pendientes de cobro	39.622	42.323	50.932	85.850	82.451
2 Activos financieros de las AAPP consolidados (2 = 1 - 3)	273.145	302.074	292.689	315.316	334.853
En % del PIB	25,1	28,8	27,9	29,7	31,9
3 Consolidación (3 = 3.1 + 3.2 + 3.3)	69.016	80.798	100.372	123.794	226.063
3.1 Valores distintos de acciones	37.274	49.776	61.015	63.247	69.282
3.2 Préstamos	17.168	17.169	17.168	17.169	117.023
3.3 Otras cuentas pendientes de cobro	14.574	13.853	22.190	43.378	39.759

FUENTE: Banco de España.

NOTA: En el cuadro 2.15 de las *Cuentas Financieras de la Economía Española* se publica información adicional de detalle y de frecuencia trimestral.  
<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/0215a.pdf>.

En relación con los avales concedidos por las AAPP españolas, el Banco de España publica información relativa al valor del saldo vivo de deudas avaladas por el Estado<sup>8</sup>. De acuerdo con esta información, el volumen de dichas operaciones se situaba en algo más de 17 puntos del PIB a finales de 2012, como resultado de los distintos avales concedidos al sistema bancario<sup>9</sup>, al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y, más recientemente, a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) en el marco del proceso de reestructuración bancaria<sup>10</sup>.

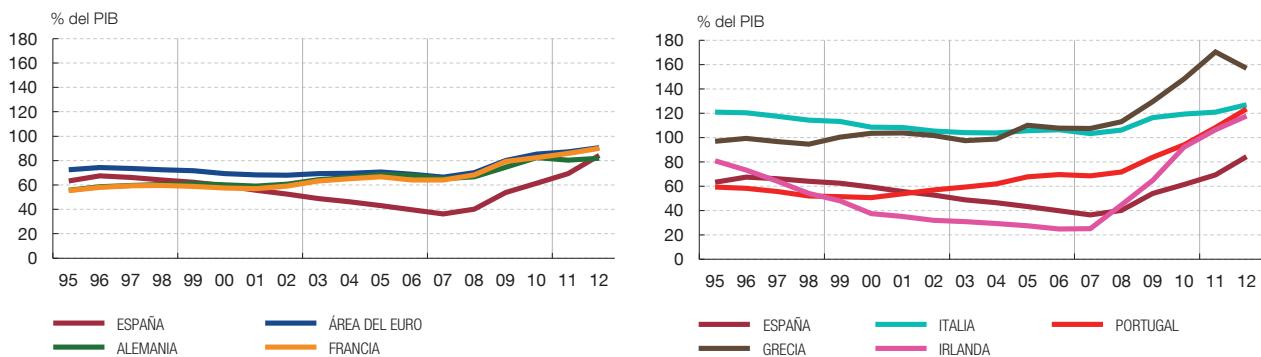
### La evolución de la deuda pública española durante la crisis

De todos los conceptos de endeudamiento público analizados en la sección anterior, el elaborado según el criterio del PDE tiene la virtud de estar definido según normas homogéneas de obligado cumplimiento para todos los países de la UE y de estar sometido a un escrutinio minucioso por parte de la Comisión Europea (Eurostat), que garantiza su comparabilidad entre los distintos Estados miembros de la UE. A continuación se parte de esta definición de deuda pública para analizar con más detalle la evolución comparada reciente de este endeudamiento y sus distintos factores determinantes, así como su composición por agentes, plazos, instrumentos y tenedores.

<sup>8</sup> <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/e0603.pdf>.

<sup>9</sup> En octubre 2008, y en el marco del llamado «Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro», se acordó que los Gobiernos facilitaran por un período de tiempo limitado (hasta el 31 de diciembre de 2009), directa o indirectamente y en condiciones de mercado, avales, seguros o instrumentos similares que permitiesen garantizar las emisiones de deuda bancaria a medio plazo, con el objetivo de restablecer la confianza y el buen funcionamiento del mercado de financiación de las entidades de crédito. Para ello, el Gobierno español estableció que durante el año 2008 se podrían conceder avales hasta un importe máximo de 100 mm de euros. Los posteriores acontecimientos llevaron a los sucesivos Gobiernos a flexibilizar y a extender esta norma de manera sucesiva.

<sup>10</sup> En relación con la SAREB, unidad clasificada en el sector Instituciones Financieras, su regulación específica que la sociedad contará, entre sus fuentes de financiación, con deuda avalada por el Estado que emitirá la SAREB como contrapartida por los activos recibidos por los bancos.



FUENTES: Banco de España y Eurostat.

NOTA: En el cuadro 7 del capítulo 1 del Boletín Estadístico del Banco de España se publica información detallada por países.  
<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a0107.pdf>

#### LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO DEL ÁREA DEL EURO

Desde el principio de la crisis económica, los niveles de deuda de las AAPP de los países del área del euro entraron en una dinámica de aumento sostenido que se ha prolongado hasta la actualidad (véase gráfico 2). Este escenario es compartido por otras economías, como Estados Unidos, Reino Unido y Japón. Como se ha descrito en la sección anterior, España no ha sido ajena a este deterioro del endeudamiento público.

Para analizar las razones de esta evolución conviene descomponer la variación de la ratio de deuda en porcentaje del PIB en sus factores fundamentales: a) el nivel del saldo público primario (es decir, excluida la carga de intereses): un saldo negativo de esta variable se traduce en un incremento de la deuda de la misma cuantía; b) el crecimiento nominal del PIB: un crecimiento (disminución) genera una reducción (incremento) de la ratio de deuda (este factor se puede descomponer, a su vez, en la contribución del crecimiento del PIB real y el del deflactor del PIB); c) los gastos por intereses generados por la deuda pública, que deben también ser financiados, y d) el denominado «ajuste déficit-deuda», que refleja, entre otros aspectos, la necesidad de financiar la adquisición de activos financieros y, en general, todas aquellas operaciones y flujos que no tienen reflejo en el déficit, pero sí en la deuda pública, de acuerdo con la normativa estadística europea.

En lo que respecta a España, la variación de la deuda en el período de referencia se debió principalmente a los déficits primarios y la carga de intereses, que supusieron algo más del 70 % y del 20 % del aumento total, respectivamente (véase gráfico 3). La contracción del PIB contribuyó de forma positiva al incremento de la deuda, aunque solo marginalmente, y el efecto neto de los ajustes déficit-deuda fue de 2 pp, que se concentraron sobre todo al final del período. De hecho, estos ajustes contribuyeron a moderar el aumento de la deuda en 2010 y 2011, principalmente por el uso de los colchones de liquidez acumulados previamente por las AAPP<sup>11</sup>.

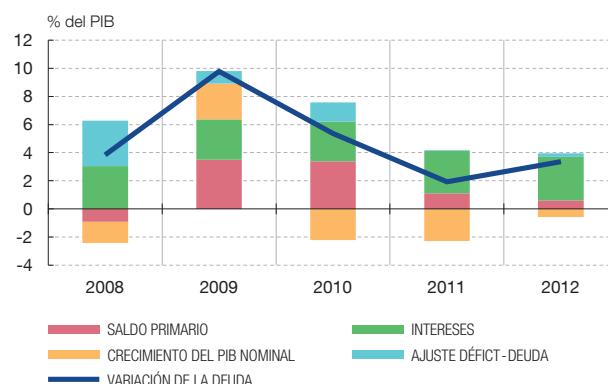
En el caso del área del euro, el principal factor determinante de la variación de la deuda en el período 2007 a 2012 fueron los gastos por intereses, que aportaron 15 pp del PIB al stock de deuda pública, mientras que los déficits primarios acumulados aportaron 7,7 puntos (un 30 % del total), y los ajustes déficit-deuda, 6 pp (un 25 %). El impacto de estos últimos se concentró, en este caso, al principio de la crisis (2008-2010), cuando se produjo la mayoría de las intervenciones de apoyo al sector financiero. En la dirección

<sup>11</sup> Dado que la liquidación de activos permite obtener recursos para financiar el déficit sin necesidad de acudir al endeudamiento.

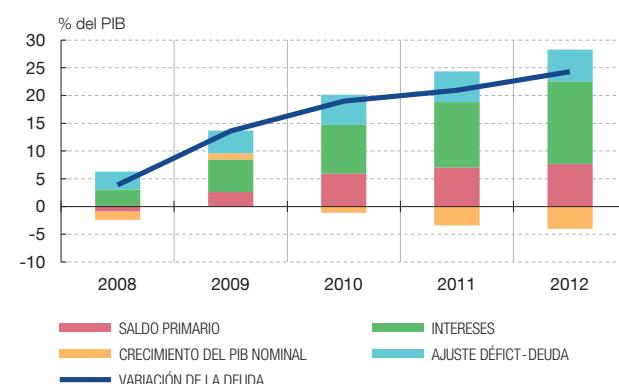
## LOS DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA SEGÚN EL PDE EN EL ÁREA DEL EURO Y EN ESPAÑA

GRÁFICO 3

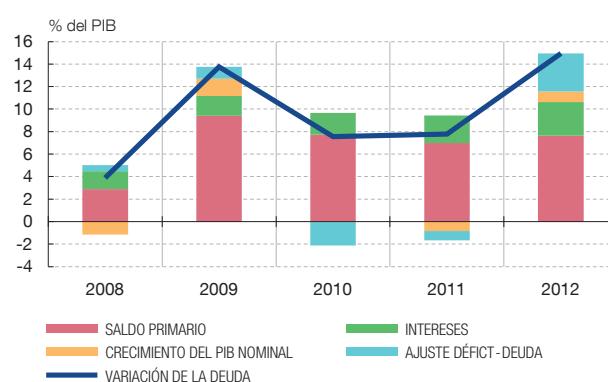
### ÁREA DEL EURO



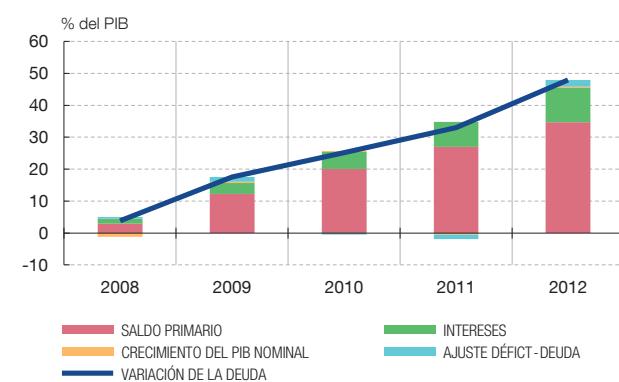
### ÁREA DEL EURO, EN TÉRMINOS ACUMULADOS



### ESPAÑA



### ESPAÑA, EN TÉRMINOS ACUMULADOS



FUENTES: Banco de España y Eurostat.

NOTA: En el cuadro 9 del capítulo 11 del *Boletín Estadístico* del Banco de España se publica información trimestral detallada. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1109.pdf>.

contraria, el crecimiento nominal del PIB permitió reducir la ratio en 4 pp, compensando casi un 20 % de la contribución del resto de determinantes.

### LOS CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DE LA DEUDA

La estructura de la deuda según el PDE de las AAPP españolas en 2012 (véase cuadro 4) se concentraba en el largo plazo (89 % del total) y a través de valores (76 % del total), mientras que las tenencias por parte de residentes (63 % del total) eran superiores a las de los no residentes (37 %).

En términos de su evolución temporal, la estructura por plazos de 2012 resultó similar a la que existía en 2007<sup>12</sup>. Por tenedores, se ha producido un incremento del peso de los residentes (que acumulaban el 50 % en 2007, frente al 63 % de 2012). En el caso de las instituciones financieras residentes, estos porcentajes pasaron del 42 % en 2007 al 49 % en 2012. Finalmente, se observa también un ligero incremento de los préstamos, que han pasado de suponer un 17 % del total en 2007 al 24 % en 2012.

Desde una perspectiva comparada (véase gráfico 4), se observa que desde el inicio de la crisis la deuda a corto plazo ganó peso en los principales países del área del euro, así

<sup>12</sup> Si bien se produjo un incremento significativo del peso de la deuda a corto plazo en los años 2008 y 2009, que se mantuvo en alrededor del 18 % en 2010 y 2011, y se redujo hasta alrededor del 11 % en 2012.

	Porcentaje del PIB						Porcentaje del total		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2012	Diferencia 2012-2007
1 Deuda de las AAPP (1 = 2.1 + 2.2 + 2.3 = 3.1 + 3.2 + 3.3 = 4.1 + 4.2)	36,3	40,2	53,9	61,5	69,3	84,2			
2 Por tipo									
2.1 Efectivo y depósitos	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,9 %	0,4 %	-0,4 %
2.2 Valores	29,7	32,7	45,0	50,9	57,4	63,7	82 %	76 %	-6,2 %
2.2.1 Corto plazo	3,2	4,9	8,2	8,4	9,0	7,9			
2.2.2 Largo plazo	26,6	27,8	36,8	42,4	48,3	55,9			
2.3 Préstamos	6,2	7,2	8,6	10,3	11,6	20,1	17 %	24 %	6,7 %
2.3.1 Corto plazo	0,4	0,7	0,9	0,8	1,4	1,4			
2.3.2 Largo plazo	5,8	6,4	7,7	9,5	10,2	18,7			
3 Por plazo									
3.1 Efectivo y depósitos	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,9 %	0,4 %	-0,4 %
3.2 Corto plazo (3.2 = 2.2.1 + 2.3.1)	3,6	5,6	9,1	9,2	10,4	9,3	10 %	11 %	1,1 %
3.3 Largo plazo (3.3 = 2.2.2 + 2.3.2)	32,4	34,3	44,5	51,9	58,5	74,6	89 %	89 %	-0,6 %
4 Por tenedores									
4.1 Residentes	18,9	21,2	30,5	35,1	44,3	52,6	52 %	62 %	10,5 %
Instituciones financieras residentes	15,2	16,3	23,2	25,3	31,0	36,8			
Resto de sectores residentes	3,7	4,9	7,3	9,8	13,2	15,9			
4.2 Resto del mundo	17,4	19,0	23,4	26,4	25,0	31,6	48 %	37 %	-10,5 %

FUENTE: Banco de España.

NOTA: En el capítulo 11 del *Boletín Estadístico* del Banco de España se publica información trimestral detallada.  
<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1112.pdf>.

como el porcentaje de deuda con vencimiento residual inferior a un año. No obstante, la vida media del *stock* de deuda se redujo marginalmente entre 2007 y 2012 en el agregado del área, reflejando la disminución de Alemania, y dada la normalización observada en 2012 en el resto de los principales países del área. Por su parte, el porcentaje de la deuda total en manos de residentes se mantuvo relativamente estable en el conjunto del área, aunque con una evolución dispar por países, con un incremento en España y en Italia y una reducción en Alemania y en Francia.

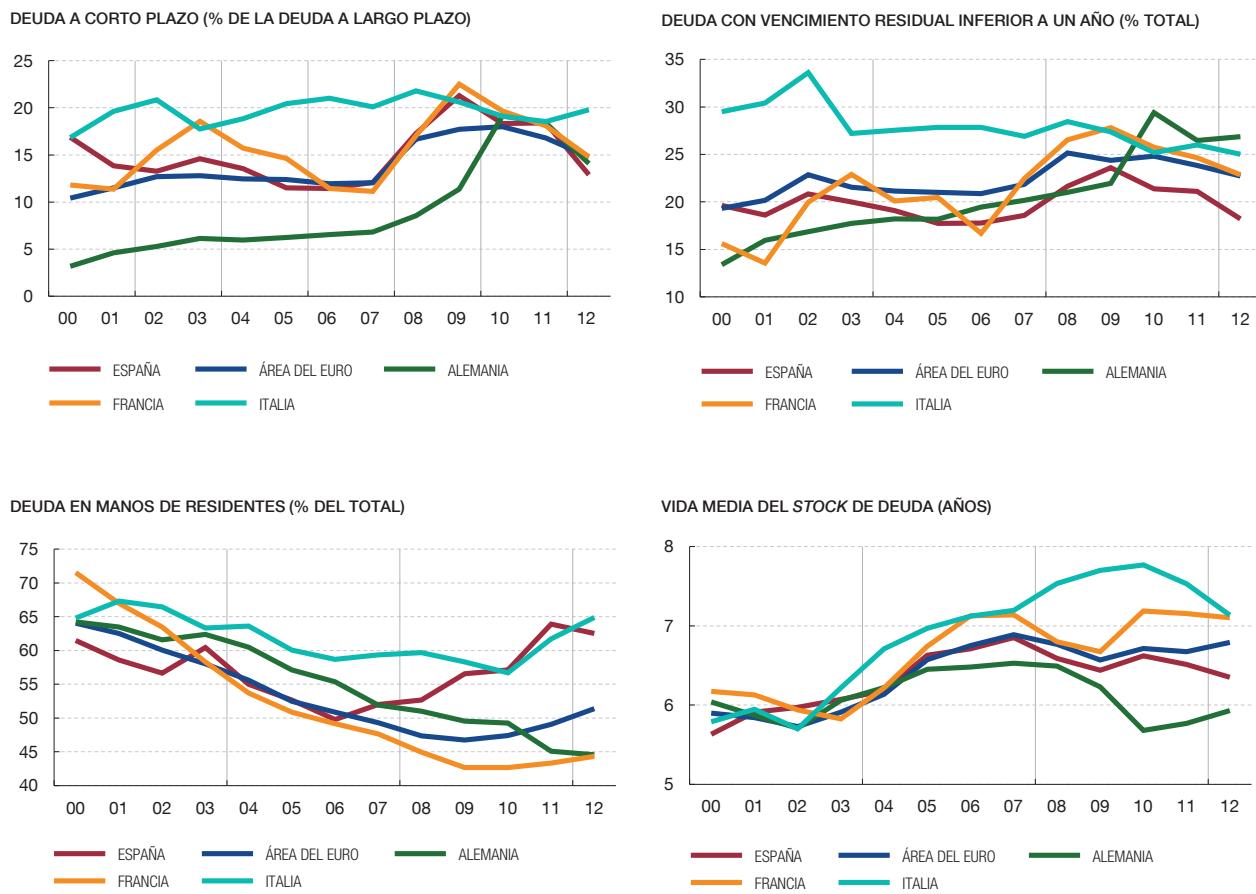
#### LA DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA DE LAS AAPP POR SUBSECTORES

En un contexto como el español, caracterizado por una elevada descentralización de sus AAPP, resulta también relevante analizar la distribución de la deuda pública por subsectores (Administración Central, Seguridad Social, CCAA y CCLL). En este caso, es importante tener en cuenta las operaciones de endeudamiento entre los distintos subsectores, dado que en algunos casos el incremento observado en una administración se produce para financiar —al menos, temporalmente— a otra administración. En los últimos años, estas operaciones de endeudamiento entre AAPP han generado esencialmente un incremento de la deuda de la Administración Central emitida en el mercado, que ha servido para financiar las operaciones de las CCAA y CCLL (véase recuadro 1 para una explicación más detallada de estas operaciones). Estas han visto, por tanto, aumentar su deuda con la Administración Central, pero no con los mercados. Además, ha resultado habitual la compra de deuda pública emitida por el Estado por parte del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, que es un activo financiero de este.

A continuación se comenta, por tanto, la deuda según el PDE sin consolidar de las distintas AAPP en España y, en paralelo, esta misma deuda pero descontando los activos financieros

EVOLUCIÓN COMPARADA DE LA ESTRUCTURA DE LA DEUDA SEGÚN EL PDE EN ALGUNOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO

GRÁFICO 4



FUENTES: Banco de España, Eurostat y Tesoro.

NOTA: En el capítulo 11 del *Boletín Estadístico* del Banco de España se publica información trimestral detallada.

<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1112.pdf>

<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1113.pdf>

que cada Administración Pública mantiene respecto a otra (véase gráfico 5). En particular, la deuda según el PDE de la Administración Central pasó de representar un 30,1 % del PIB en 2007 a un 72,4 % en 2012, registrando un incremento de 42 pp del PIB. Sin embargo, si se tiene en cuenta que una parte de este incremento de la deuda de la Administración Central se utilizó para financiar a las CCAA y CCLL, el incremento resultante una vez descontados los activos financieros generados por estas operaciones es 4 pp inferior. En el caso de las CCAA y las CCLL, la deuda según el PDE aumentó en el mismo período en 12 y 1 puntos del PIB, hasta situarse en el 17,6 % y el 4 % del PIB en 2012, respectivamente. Por su parte, la Administración de la Seguridad Social mantuvo su endeudamiento en el 1,6 % del PIB. Si, además, se tiene en cuenta que el Fondo de Reserva de la Seguridad Social invirtió la mayor parte de sus activos en deuda del Estado, la deuda de este sector neta de estos activos financieros fue incluso negativa (-4 % del PIB en 2012).

Por último, debe también mencionarse que el Banco de España publica regularmente la deuda de cada una de las CCAA, así como de los principales ayuntamientos<sup>13</sup>. En el primer caso (véase gráfico 6), se observa un incremento generalizado del endeudamiento desde 2007

<sup>13</sup> Véanse el cuadro 13.6 del *Boletín Estadístico* del Banco de España (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1306.pdf>) para obtener información del detalle de la deuda según el PDE de las CCAA, y el cuadro 14.6 (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1406.pdf>) para el detalle de la deuda de los principales ayuntamientos y otras agrupaciones de las CCLL.

En los últimos años, las operaciones cruzadas de endeudamiento entre AAPP aparecen como un factor explicativo importante de los niveles y variaciones de la deuda de cada una de las AAPP en España. Estas operaciones han surgido esencialmente como resultado de la operativa del sistema de financiación autonómica y de la creación de los fondos para la financiación de los pagos a proveedores y del fondo de liquidez autonómico, que han supuesto que la Administración Central haya captado recursos en el mercado para financiar las operaciones de las CCAA y CCLL. En este recuadro se comentan de manera más detallada estas operaciones.

1 El fondo para la financiación de los pagos a proveedores (FFPP)<sup>1</sup> se diseñó de manera que la Administración Central captó la financiación necesaria en el mercado (vía emisiones del Tesoro público y créditos sindicados del sistema bancario), que canalizó hacia las CCAA y CCLL mediante préstamos. En concreto, con sus recursos se realizaron préstamos en 2012 por un importe de 26.445 millones, de los cuales 17.689 millones fueron concedidos a CCAA y 8.756 millones a CCLL, que se utilizaron para cancelar deudas con sus proveedores. Así, la deuda de la Administración Central aumentó por la cuantía de la financiación captada frente a sectores no AAPP, y a la vez la deuda de los niveles subcentrales de las AAPP se ha visto incrementada por el mismo importe, en este caso frente a la Administración Central<sup>2</sup>.

2 El Fondo de Liquidez Autonómico (FLA) —que forma parte de la Administración Central— se creó en julio de 2012 con el objetivo de poner a disposición de las CCAA<sup>3</sup> una línea de crédito para que estas puedan atender los vencimientos de deuda viva o financiar la necesidad de financiación del ejercicio autorizada. Dado que el FLA está clasificado en el sector de las AAPP, sus operaciones de endeudamiento incrementan la deuda según el PDE. En todo caso, conviene subrayar que este aumento de la deuda de las AAPP no debería ser superior al que se deriva del déficit público de las CCAA, puesto que, como se ha señalado, los recursos de este fondo se destinan a financiar las amortizaciones de deuda viva de las CCAA, así como sus necesidades de financiación, de modo que este Fondo no afectaría al ajuste déficit-deuda. En el año 2012, el FLA prestó un total de 16.641 millones (un 1,6% del PIB) a las CCAA que se adhirieron al

mecanismo. El efecto del FLA en las cuentas financieras de la Administración Central es un aumento de los pasivos y de la deuda según el PDE por el valor de las emisiones del Estado para financiar el FLA. En las cuentas financieras de las CCAA adheridas el efecto es un aumento de los pasivos y de la deuda según el PDE por los préstamos recibidos del FLA, si bien estos han podido dedicarse, en parte, a amortizar deuda antes existente. Finalmente, la deuda según el PDE se incrementa por la suma de lo que ha aumentado en CCAA y Administración Central y disminuye por la consolidación de los pasivos de las CCAA que son activos de la Administración Central.

3 En relación con el sistema de financiación autonómico<sup>4</sup>, en el período aquí analizado las entregas a cuenta inicialmente realizadas por el Estado a las CCAA y CCLL en 2008 y 2009 por los tributos parcialmente cedidos se efectuaron sobre la base de unas previsiones de ingresos que resultaron optimistas en relación con la recaudación realmente observada, lo que implicó que las CCAA recibieron a través de las entregas a cuenta unas cantidades superiores a las que les correspondían una vez se efectuaron las liquidaciones definitivas. Esas diferencias representaron alrededor de 0,7 y 2,3 puntos del PIB en esos dos años, que debían devolver al Estado en 2010 y 2011, respectivamente.

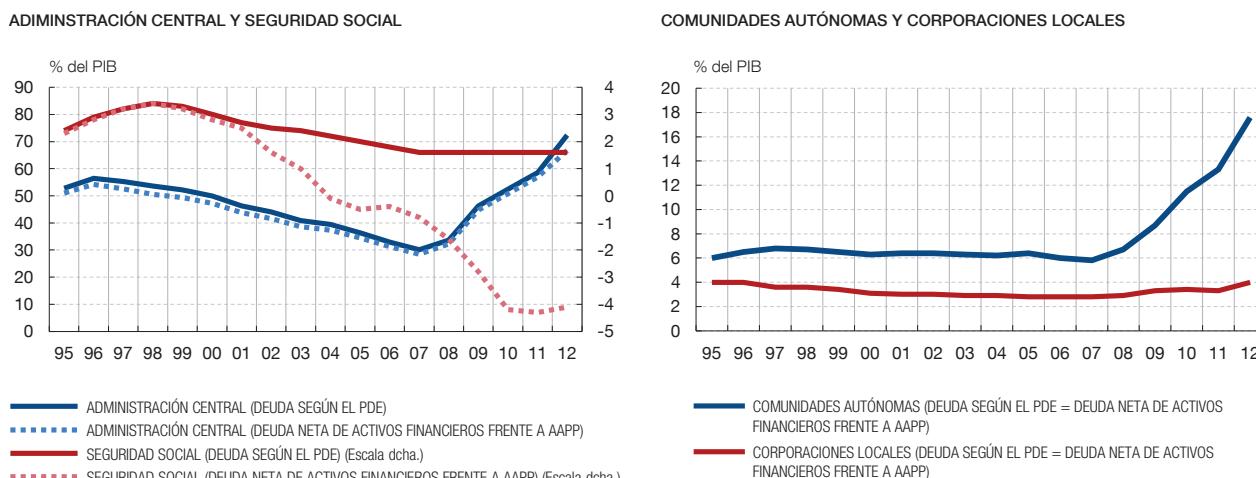
Sin embargo, dado lo elevado de estas cantías, el Gobierno decidió que los pagos que las CCAA y CCLL debían efectuar al Estado fueran objeto de aplazamiento, de forma que para la liquidación correspondiente a 2008 el reintegro de las cantidades aplazadas comenzó en enero de 2010 y se realizará en un plazo máximo de 120 mensualidades, el mismo que para la liquidación de 2009, que se comenzó a devolver en enero de 2011. La existencia de estos aplazamientos ha provocado, y lo seguirá haciendo en los próximos años, una discrepancia entre las cifras de déficit en términos de CN frente a las de caja cuando se analizan por subsectores<sup>5</sup>.

- 
- 1 Para una descripción detallada de este fondo, véase el recuadro 4 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, abril de 2012, Banco de España.
  - 2 En las cuentas financieras de la Administración Central la actividad del FFPP se computó como un aumento de los pasivos y de la deuda según el PDE por el valor del préstamo que el FFPP recibió de las instituciones de crédito. En las cuentas financieras de las CCAA y CCLL se sustituyó un pasivo, créditos comerciales, que no está incluido en la deuda según el PDE, por otro pasivo que sí lo está, préstamos del FFPP. En las cuentas financieras del sector AAPP, la deuda según el PDE creció por la suma de lo que aumentó en CCAA, CCLL y Administración Central, y disminuyó por la consolidación de los pasivos de CCAA y CCLL que son activos de la Administración Central. El resultado final neto fue un incremento del 2,7% en la ratio de la deuda pública sobre el PIB, mientras que los pasivos totales consolidados de las AAPP se mantuvieron inalterados.
  - 3 Las solicitudes de adhesión al FLA por parte de las CCAA tienen que venir acompañadas de un plan de ajuste que garantice el cumplimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria.

- 4 Debe tenerse en cuenta que la operativa del sistema de financiación autonómico exige que el pago por parte del Estado a las CCAA de los tributos parcialmente cedidos correspondientes a un año determinado (t) se satisfaga mediante entregas a cuenta de la liquidación definitiva. Las entregas a cuenta se realizan a lo largo del año (t) de acuerdo con un calendario preestablecido y por unas cantías fijadas en función de una previsión de ingresos realizada el año anterior (t-1, momento en que se elaboran los presupuestos del año t). La liquidación definitiva se practica una vez que se conocen todos los datos reales del sistema de financiación, con dos años de desfase respecto al ejercicio económico relevante (t+2). En t+2 se practica la liquidación de dicho ejercicio t por las posibles diferencias entre la recaudación realmente observada y las entregas a cuenta y anticipos realizados en t.
- 5 En efecto, en términos de CN en 2010 (2011) se registró, siguiendo el principio de devengo, como un ingreso del Estado y un pago de las CCAA, la totalidad del exceso recibido por estas en 2008 (2009). En términos de caja, sin embargo, estas cantías no se registraron en su totalidad, dado que, como se ha mencionado, el Estado acordó con las CCAA su devolución en varios ejercicios. De esta forma, en esos dos años se generó un ajuste déficit-deuda positivo para las CCAA (déficit de CN superior al de caja) y negativo para el Estado, que implicó que en el primer caso el incremento de deuda fuese inferior al déficit de CN por este motivo y lo contrario en el Estado. Dado que el pago se ha distribuido en 10 años, en el resto de años, según se efectúa el pago por las CCAA al Estado de las cantías pendientes, se generará un ajuste déficit-deuda de signo contrario por este motivo (negativo para las CCAA/positivo para el Estado).

## DEUDA SEGÚN EL PDE POR SUBSECTORES DE LAS AAPP

GRÁFICO 5



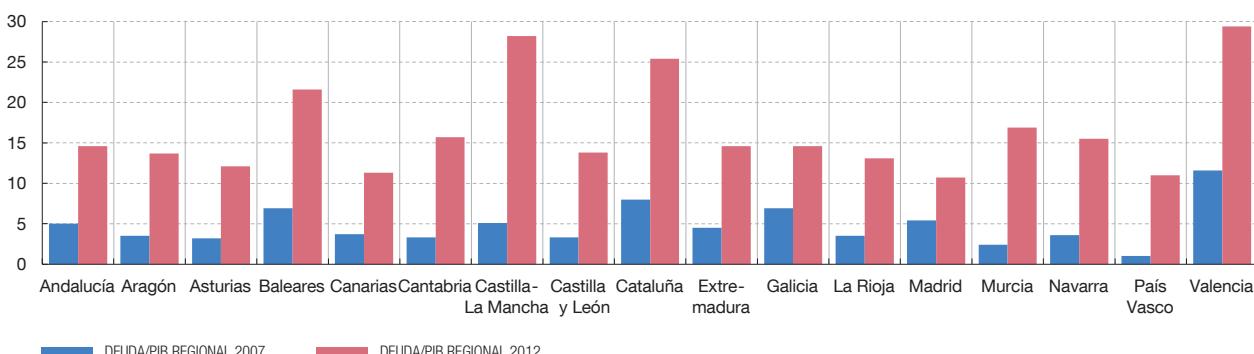
FUENTES: Banco de España y Eurostat.

NOTA: En los capítulos 11 a 14 del *Boletín Estadístico* del Banco de España se publica información detallada por instrumentos y administraciones de frecuencia trimestral.

<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1105.pdf>.

## DEUDA SEGÚN EL PDE DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

GRÁFICO 6



FUENTE: Banco de España.

en todas las CCAA, que ha sido especialmente significativo en Castilla-La Mancha, Valencia y Cataluña. Estas son también las CCAA que alcanzaron mayores niveles de deuda en porcentaje de su PIB regional en 2012: del 28,2 %, 29,4 % y 25,4 %, respectivamente. La deuda de los seis principales ayuntamientos españoles (Madrid, Barcelona, Valencia, Zaragoza, Sevilla y Málaga) se situó en 11.696 millones de euros (1 % del PIB nacional) en 2012, un 27 % superior al nivel alcanzado en 2007. De este endeudamiento, cerca del 64 % se concentraba en el Ayuntamiento de Madrid.

### LA DEUDA DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS

De acuerdo con los reglamentos comunitarios, a efectos estadísticos el sector AAPP abarca aquellas unidades institucionales controladas por las AAPP y que no cubren más del 50 % de sus costes de producción con los ingresos procedentes de la venta de sus productos<sup>14</sup>.

14 Con la entrada en vigor del SEC2010, los criterios que sirven para determinar si un productor público es un productor de mercado se modificarán. En primer lugar, en la definición de costes que se deben financiar en más de un 50 % con ventas para que el productor sea de mercado se van a incluir los gastos por intereses de la deuda, que con el SEC95 se excluían. En segundo lugar, se van a introducir una serie de criterios cualitativos que, en síntesis, excluyen la posibilidad de que la mayoría de las ventas se realicen a unidades del sector AAPP y exigen que los productores de mercado tengan beneficios a largo plazo.

## DEUDA DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS

CUADRO 5

Millones de euros

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 Deuda de las Empresas públicas elaborada según el PDE (1 = 1.1 + 1.2 +1.3)	32.120	37.422	46.077	52.037	55.056	53.317
En % del PIB	3,0	3,4	4,4	5,0	5,2	5,1
1.1 Empresas públicas controladas por la Administración Central	18.080	21.270	25.360	29.463	32.667	34.300
1.2 Empresas públicas controladas por las Comunidades Autónomas	9.195	10.405	12.839	13.485	13.035	10.765
1.3 Empresas públicas controladas por las Corporaciones Locales	4.845	5.747	7.878	9.089	9.354	8.252

FUENTE: Banco de España.

NOTA: En los cuadros 11.14, 12.10 y 13.11 del Boletín Estadístico del Banco de España se publica información adicional con detalles por empresas y administraciones propietarias de frecuencia trimestral.

<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1114.pdf>.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1210.pdf>.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1311.pdf>.

Por tanto, quedan fuera de esta definición las unidades controladas por las AAPP que financian mayoritariamente sus costes con los ingresos de su actividad y que en términos económicos se denominan «empresas públicas». El Banco de España publica, no obstante, de forma regular la deuda de las empresas públicas españolas (que no se incluye en los pasivos de las AAPP ni en la deuda según el PDE), así como su distribución por los subsectores de las AAPP de las que dependen (véase cuadro 5). No existe, por el contrario, información publicada comparable sobre este tipo de endeudamiento para todos los países de la UE. De acuerdo con esta información, la deuda de las empresas públicas españolas se situó a finales de 2012 en el 5,1 % del PIB, alrededor de 2 pp del PIB superior a la observada en 2007. Esta ratio de deuda corresponde en alrededor de un 60 % a entidades dependientes de la Administración Central, mientras que el 40 % restante pertenece a las CCAA y CCLL.

#### Los ajustes déficit-deuda en el período 2008-2012

El denominado «ajuste déficit-deuda» ha supuesto un factor relevante en la dinámica de la deuda pública en España (y en otros países) desde el comienzo de la crisis como consecuencia de la proliferación de operaciones financieras de diversa naturaleza en las que se han debido involucrar las AAPP para paliar los fallos del mercado que se han ido generando y afrontar los procesos de recapitalización de las entidades. En concreto, su valor se mantuvo en 2008 y 2009 en torno a su promedio histórico (0,7 % del PIB), pasó a presentar valores negativos en 2010 y 2011, y contribuyó a aumentar la deuda en un 3,4 % del PIB en 2012. Estos valores agregados son el resultado de un conjunto de factores, en ocasiones contrapuestos (véase cuadro 6). Las principales operaciones que explican estos ajustes en el período 2007-2012 se describen a continuación.

#### *Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), Asistencia financiera a Grecia y Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)*

La crisis soberana griega comenzada en 2010 y su contagio a otros países europeos condujeron a la puesta en marcha de diversos mecanismos de apoyo a la financiación de los Estados con problemas. Inicialmente, esta financiación se instrumentó mediante préstamos bilaterales, concedidos a título individual al país en dificultades (Grecia<sup>15</sup>) por los restantes miembros de la zona del euro, pero pronto se puso de manifiesto la necesidad de establecer un mecanismo institucional que canalizara los préstamos a estos países.

<sup>15</sup> Real Decreto Ley 7/2010, de 7 de mayo, por el que se crea el Fondo de Apoyo a la República Helénica y se autoriza un crédito extraordinario por importe de 9.794 millones de euros para su dotación.

## CAMBIO EN LA DEUDA BRUTA CONSOLIDADA (PDE) DE LAS AAPP

## CUADRO 6

Millones de euros

	2008	2009	2010	2011	2012
1 Variación en la deuda PDE (1 = 2 + 3)	54.677	128.098	79.610	91.776	147.380
2 Por la necesidad de financiación (Déficit PDE) de las AAPP	48.897	117.143	101.438	100.402	111.641
3 Por el ajuste déficit-deuda (a)	5.780	10.955	-21.828	-8.626	35.739
3.1 Adquisiciones netas de activos financieros consolidados	12.402	23.647	-16.502	-1.462	13.034
Préstamos a Irlanda, Grecia y Portugal bajo el FEEF	0	0	0	2.067	15.825
Participación de España en el MEDE	0	0	0	0	3.809
Asistencia financiera a Grecia. Fondo helénico	0	0	2.598	4.052	0
Del FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria)	0	9.750	0	2.809	6.369
Del FAAF (Fondo de Adquisición de Activos Financieros)	9.337	9.998	-2.114	-11.221	-6.000
Del FADE (Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico)	0	0	0	10.036	5.764
Acciones y otras participaciones y otros activos	2.246	-1.902	-1.072	7.257	-17.472
Valores emitidos por AAPP extranjeras (Fondo de Reserva)	2.842	-11.428	-5.518	-1.013	-5.040
Resto	-596	9.526	4.446	8.270	-12.432
Variación de efectivo/depósitos (excluidos FAAF, FROB y FADE)	819	5.801	-15.914	-16.462	4.739
3.2 Creditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago consolidadas	-5.636	-5.309	-6.095	-9.716	26.064
Disminución por el Fondo para la Financiación del Pago a Proveedores	0	0	0	0	26.445
Disminución por la reclasificación de las operaciones de factoring sin recurso	0	0	0	0	4.511
Resto	-5.636	-5.309	-6.095	-9.716	-4.892
3.3 Ajustes de valoración y resto	-986	-7.383	769	2.552	-3.359
PRO MEMORIA					
1 Variación en la deuda PDE en % del PIB (1 = 2 + 3 + 4)	3,9	13,7	7,6	7,8	14,9
2 Por la necesidad de financiación (Déficit PDE)	4,5	11,2	9,7	9,4	10,6
3 Por el ajuste déficit-deuda	0,5	1,0	-2,1	-0,8	3,4
4 Efecto de la variación del PIB en la deuda PDE	-1,1	1,5	0,0	-0,8	0,9

FUENTE: Banco de España.

NOTAS: En los capítulos 11 a 14 del Boletín Estadístico del Banco de España se publica información para cada subsector de las AAPP.

<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1109.pdf>.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1203.pdf>.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1213.pdf>.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1303.pdf>.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1403.pdf>.

a Un valor positivo en esta fila indica que la deuda nominal aumenta, y un valor negativo que disminuye.

Por este motivo, se creó en octubre de 2010 el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), que fue sustituido en octubre de 2012 por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Durante su vigencia, el FEEF emitió bonos y otros instrumentos de deuda en los mercados de capitales, y con esta financiación proporcionó asistencia financiera a los países con problemas. Este mecanismo fue creado con una vocación estrictamente temporal y, según decisión de Eurostat, no se trata de una verdadera unidad institucional, debido a que no tiene autonomía de decisión respecto al Eurogrupo. Por este motivo, en Contabilidad Nacional todas las emisiones de deuda realizadas por el FEEF se imputaron a los Estados miembros de la zona del euro que actúan como garantes de dichas emisiones, en función de una clave de reparto preestablecida relacionada con la participación en el capital del BCE, lo que eleva la deuda según el PDE de estos países. Asimismo, los miembros de la zona del euro que garantizaban las emisiones del FEEF también registraron un activo frente a los países que reciben los préstamos concedidos por el FEEF.

El MEDE sí cumple con los requisitos de Eurostat necesarios para ser considerado una unidad institucional. Por lo tanto, si este realiza emisiones de deuda en los mercados de capitales con objeto de obtener financiación, los países que participan en el nuevo mecanismo ya no imputarán en sus pasivos el porcentaje correspondiente de esa deuda. Únicamente se incrementará la deuda según el PDE de los miembros de la zona del euro que financien el Mecanismo cuando estos países deban emitir deuda para financiar su participación en el capital del MEDE, participación que se registrará como un activo financiero.

En el caso de España, la imputación de la parte correspondiente a las emisiones de deuda del FEEF ha supuesto, en el período 2010-2012, un incremento de la deuda según el PDE de 17.892 millones (un 1,7 % del PIB), de los cuales 2.067 millones de euros se imputaron en 2011 y el resto en 2012 (véase cuadro 6). Los préstamos bilaterales a Grecia a través del Fondo de Apoyo a la República Helénica han alcanzado un saldo vivo a diciembre de 2012 de 6.650 millones, un 0,6 % del PIB, cuyo registro se efectuó en 2010 y 2011. Finalmente, la participación de España en el MEDE a diciembre de 2012 era de 3.809 millones, un 0,4 % del PIB. En total, por tanto, la participación de España en estos mecanismos de ayuda ha supuesto un incremento de la deuda pública de alrededor de 2,7 puntos del PIB.

#### *El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)*

A lo largo de los últimos años, la severa crisis financiera ha hecho ineludible la intervención pública para el saneamiento y reestructuración de ciertas entidades de crédito en dificultades en numerosos países industrializados. En el caso español, en junio de 2009 se constituyó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) con el fin de servir de instrumento de dichas operaciones. Dicho fondo tiene como funciones principales contribuir a reforzar los recursos propios de las entidades de crédito y gestionar los procesos de reestructuración de las entidades en problemas. El FROB es una entidad clasificada en el sector de las AAPP, en el subsector de la Administración Central, por lo que su actividad tiene efectos en la deuda pública y en el déficit.

En total, los pasivos acumulados de esta entidad a diciembre de 2012 alcanzaron un valor de 62.407 millones de euros (véase cuadro 7), de los cuales 39.462 millones de euros se corresponden con un préstamo recibido del MEDE, 10.945 millones de euros con emisiones de deuda del propio FROB y 12.000 millones con aportaciones del Estado que habían sido financiadas con emisiones de deuda pública. Adicionalmente, en el año 2009 el FROB dispuso de 2.250 millones de aportaciones de los Fondos de Garantía de Depósitos financiadas con cargo a su propio patrimonio<sup>16</sup>. Por tanto, el efecto acumulado en la deuda PDE de la actividad del FROB (que incluye el efecto sobre el déficit público) representa a diciembre de 2012 un 5,9 % del PIB.

Por su parte, las intervenciones realizadas por el FROB se instrumentaron inicialmente mediante la adquisición de participaciones preferentes emitidas por las entidades financieras que mayoritariamente se han convertido en acciones ordinarias con posterioridad, asumiendo el FROB las pérdidas del proceso de conversión. Tras la aprobación del Real Decreto Ley 2/2012, en febrero de 2012, el fondo ha pasado a efectuar la mayoría de sus intervenciones a través de la compra de instrumentos convertibles en acciones (conocidos como «cocos»).

<sup>16</sup> En el cuadro 7 las aportaciones al FROB de los Fondos de Garantía de Depósitos aparecen con signo negativo porque en 2009 estos fondos no formaban parte del sector AAPP y sus aportaciones sirvieron para financiar intervenciones sin que aumentase la deuda pública.

Millones de euros

	2009	2010	2011	2012
1 Efecto de las operaciones del FROB en la deuda de las AAPP (1 = 1.1 + 1.2 + 1.3 = 2 + 3)	9.750	0	7.945	44.712
En % del PIB	0,9	0,0	0,7	4,3
1.1 Aportaciones del Estado	6.750	0	0	5.250
1.2 Emisiones de valores	3.000	0	7.945	0
1.3 Péstamo del MEDE	0	0	0	39.462
2 Por ayudas concedidas con efecto en el déficit	0	0	5.136	38.343
En % del PIB	0,0	0,0	0,5	3,7
3 Por operaciones del FROB con efecto solo en la deuda (3 = 3.1 + 3.2 + 3.3 + 3.4 + 3.5 + 3.6)	9.750	0	2.809	6.369
En % del PIB	0,9	0,0	0,3	0,6
3.1 Por recapitalización de entidades financieras (aumento de fondos propios)	0	0	69	6.500
3.2 Por adquisiciones de participaciones preferentes y su conversión en acciones	0	8.697	597	-6.877
3.3 Por adquisiciones de capital y deuda subordinada de la SAREB	0	0	0	1.704
3.4 Por concesión y amortización de préstamos	0	0	3.906	-2.938
3.5 Por adquisiciones de otros activos	12.013	-8.721	-1.452	8.917
Depósitos en el Banco de España	12.013	-8.721	-1.452	1.753
Compra de valores emitidos por el Estado	0	0	0	7.164
3.6 Por otros recursos (aportaciones de Fondos de Garantía de Depósitos y otros)	-2.263	24	-311	-937

FUENTE: Banco de España.

NOTA: En el cuadro 7 del capítulo 12 del Boletín Estadístico del Banco de España se publica la deuda según el PDE de los principales organismos clasificados en el subsector Administración Central de frecuencia trimestral.

<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1207.pdf>.

En las cuentas nacionales, las operaciones de conversión de participaciones preferentes en acciones ordinarias y las aportaciones de capital a instituciones financieras públicas realizadas por el FROB se registran como gasto público (transferencias de capital pagadas por las AAPP) con efectos en el déficit público en el momento en el que se produce efectivamente la conversión o se realiza la aportación de fondos y solo hasta el importe que permite cubrir las pérdidas acumuladas en las entidades financieras que los recursos propios no han sido capaces de absorber. Las aportaciones de capital que exceden a las pérdidas acumuladas se registran como operaciones financieras sin efecto en el déficit público, pero sí en la deuda, cuando se considera que la entidad financiera que recibe la aportación es viable económicamente y se prevé una suficiente rentabilidad futura de la operación.

En conjunto, las intervenciones realizadas por el FROB han supuesto un incremento en el déficit de las AAPP en 2011 de 5.136 millones de euros (un 0,5 % del PIB) y en 2012 de 38.343 millones de euros (un 3,7 % del PIB) (véase cuadro 7). Adicionalmente, las operaciones del FROB generaron un efecto, en este caso solo sobre la deuda pública, de 9.750 millones de euros en 2009, de 2.809 en 2011 y de 6.369 en 2012.

#### *Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF)*

En octubre de 2008, en el momento álgido de la crisis financiera internacional, con el fin de fomentar la concesión de créditos por las instituciones financieras, se creó el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), disolviéndose oficialmente en junio de 2012.

El FAAF se clasificó en el sector de las AAPP, por lo que su actividad tiene efecto en la deuda (y en el déficit). El objetivo del FAAF era aportar liquidez a las entidades financieras mediante la adquisición de pasivos emitidos por estas. El mecanismo mediante el cual el FAAF realizó las adquisiciones de activos financieros fue el de subasta. Así, a lo largo de los años 2008 y 2009 el FAAF convocó un total de cuatro subastas, en las que adquirió activos frente a instituciones financieras residentes en España por un importe total de 19.335 millones de euros (alrededor de un 2 % del PIB). Dado que este fondo formaba parte de las AAPP, la captación de recursos realizada para adquirir esos activos bancarios incrementó la deuda según el PDE en esos años (véase cuadro 6). Los activos adquiridos por el FAAF se fueron amortizando entre los años 2010 y 2012, revertiendo los incrementos de deuda pública generados previamente. Dado que a principios de 2012 se produjo el vencimiento de los últimos activos en posesión del FAAF, y que dicho fondo se estableció con un carácter estrictamente temporal, el FAAF se disolvió oficialmente en el mes de junio de 2012.

*Fondo de Reserva de la Seguridad Social y otras adquisiciones de las Administraciones de Seguridad Social de valores emitidos por el Estado*

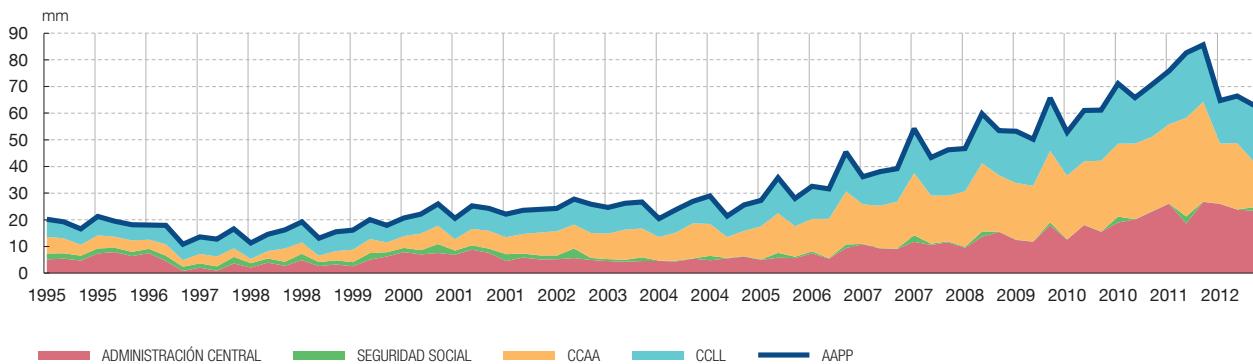
El establecimiento de un fondo de reserva para atender necesidades futuras en materia de prestaciones contributivas ha sido objeto de una regulación específica en España que ha obligado a que los excedentes de ingresos de la liquidación de los presupuestos de la Seguridad Social de cada ejercicio se hayan aplicado prioritaria y mayoritariamente a la adquisición de deuda pública nacional y extranjera, de calidad crediticia elevada y con un alto grado de liquidez. Contablemente, las actividades del Fondo de Reserva se incluyen dentro de las operaciones de las Administraciones de la Seguridad Social. En concreto, esto supone que, si el Fondo de Reserva compra valores emitidos por el Estado, se reduciría la deuda según el PDE del total del sector AAPP, al consolidarse; pero, si lo que adquiere son valores emitidos por AAPP extranjeras, la deuda según el PDE no varía. En los últimos ejercicios, el Fondo de Reserva, además de seguir efectuando compras de deuda pública española, ha procedido también a la venta de la mayor parte de la deuda pública extranjera que poseía, que ha sido sustituida por deuda pública interna, reduciendo la deuda según el PDE (véase cuadro 6)<sup>17</sup>. En conjunto, el importe de los valores emitidos por el Estado en poder de las Administraciones de Seguridad Social alcanzó un importe de 59.794 millones (5,7 % del PIB) a diciembre de 2012.

*Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores (FFPP)*

Como se detalla en el recuadro 1, con el fin de facilitar el pago de la deuda que las CCAA y CCLL habían acumulado con sus proveedores (véanse gráfico 7 y cuadro 8), se creó en el mes de marzo de 2012 el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores (FFPP). Para entender la contabilización de las operaciones del FFPP y su impacto sobre la deuda según el PDE, debe tenerse en cuenta que, como se señaló con anterioridad, los créditos comerciales de las AAPP con sus proveedores no están incluidos, con carácter general, en la definición de la deuda según el PDE, aunque sí en los pasivos totales de las AAPP<sup>18</sup>.

17 En el cuadro 6, la compra o venta por parte del Fondo de Reserva de deuda pública extranjera se registra bajo el epígrafe 3.1 «Adquisiciones netas de activos financieros consolidados: acciones y otras participaciones y otros activos, valores emitidos por AAPP extranjeras (Fondo de Reserva)», con signo positivo (la compra de deuda pública extranjera) o negativo (la venta).

18 Al mismo tiempo, los créditos comerciales sí financian el déficit público en los distintos años en que se generan, dado que los pagos en la Contabilidad Nacional siguen el criterio de devengo (es decir, el gasto se contabiliza en el ejercicio en que se adquieren los bienes o los servicios, con independencia de que el pago efectivo se efectúe en un período posterior). Por lo tanto, en los años de generación de los créditos comerciales de las AAPP estos contribuyen a un ajuste déficit-deuda negativo (dado que permiten incurrir en déficit sin generar deuda según el PDE). En el año en el que se pagan estos créditos comerciales sucede lo contrario, al menos si para ello se requiere captar financiación de los mercados.



FUENTE: Banco de España.

NOTA: En los capítulos 11 a 14 del *Boletín Estadístico* del Banco de España se publica información para cada subsector de las AAPP de frecuencia trimestral. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1101.pdf>. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1201.pdf>. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1211.pdf>. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1301.pdf>. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1401.pdf>.

El pago de estas deudas comerciales de las CCAA y CCLL en 2012 a través del FFPP ha requerido obtener financiación para dotar a este con los fondos necesarios, lo que ha producido una transformación de los pasivos comerciales en deuda según el PDE. En concreto, en 2012 el FFPP dispuso de recursos por un total de 27.781 millones (un 2,7 % del PIB), que incrementó la deuda según el PDE de las AAPP, mientras que los pasivos totales consolidados de las AAPP se mantuvieron inalterados (véase cuadro 6)<sup>19</sup>.

#### *Créditos comerciales y operaciones de factoring sin recurso*

Como resultado de una decisión de Eurostat de julio de 2012, se ha modificado el tratamiento metodológico que la Contabilidad Nacional otorga a algunos créditos comerciales. Conforme a esta decisión, cuando un proveedor de bienes y servicios transfiere completa e irrevocablemente sus créditos comerciales frente a una Administración Pública a una institución financiera, para así adelantar el cobro, estos pasivos, inicialmente registrados en Contabilidad Nacional como créditos comerciales, deberán reclasificarse como préstamos concedidos a una Administración Pública<sup>20</sup>. La importancia de la decisión de Eurostat radica en que los préstamos, al contrario que los créditos comerciales, son un instrumento financiero que forma parte de la deuda según el PDE. La reclasificación como préstamos de los créditos comerciales afectados por operaciones de *factoring sin recurso* supuso que en 2012 la deuda según el PDE de CCAA y CCLL se incrementara en un total de 4.511 millones (un 0,5 % del PIB), lo que, sin embargo, no modifica el total de pasivos de las AAPP, dado que estas operaciones ya estaban previamente contabilizadas como otros pasivos (véase cuadro 6).

19 En el año 2013 se ha dado continuidad al FFPP con la puesta en marcha en febrero de una segunda fase del citado mecanismo, que amplió tanto su ámbito objetivo como subjetivo y que se dotó con una cuantía de 2.600 millones. Más recientemente, en junio, se ha aprobado una tercera fase del FFPP, que, entre otras novedades, extiende la cobertura temporal del mecanismo a deudas comerciales anteriores al 31 de mayo de 2013, ampliando por tanto la anterior, que se limitaba a pasivos comerciales previos al 1 de enero de 2012.

20 El motivo de esta decisión es que, a juicio de Eurostat, al formalizar este tipo de operaciones financieras se altera la naturaleza de los créditos comerciales afectados, con lo que, a partir del momento en que se transfiere irrevocablemente la obligación de pago, dichos créditos comerciales deben pasar a ser considerados préstamos ordinarios.

## CRÉDITOS COMERCIALES Y OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE PAGO DE LAS AAPP

CUADRO 8

Millones de euros

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago de las AAPP	67.993	74.451	79.607	93.308	126.042	101.549
En % del PIB	6,5	6,8	7,6	8,9	11,9	9,7
Frente a empresas no financieras y familias	53.775	59.523	65.474	70.763	81.933	58.834
En % del PIB	5,1	5,5	6,2	6,7	7,7	5,6
Frente a Administraciones Públicas (consolidación)	13.867	14.574	13.853	22.189	43.378	39.759
En % del PIB	1,3	1,3	1,3	2,1	4,1	3,8
Frente a otros sectores económicos	351	354	280	356	731	2.956
En % del PIB	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3
Administración Central	15.805	18.511	21.948	24.411	23.384	26.826
Frente a empresas no financieras y familias	11.740	13.676	17.901	18.997	18.406	19.683
Frente a Administraciones Públicas (consolidación)	4.049	4.818	4.034	5.399	4.768	4.613
Frente a otros sectores económicos	16	17	13	15	210	2.530
Comunidades Autónomas	23.755	26.034	27.156	33.306	60.856	38.309
Frente a empresas no financieras y familias	23.164	25.488	26.612	27.184	36.663	16.709
Frente a Administraciones Públicas (consolidación)	455	403	430	5.949	23.893	21.340
Frente a otros sectores económicos	136	143	114	173	300	260
Corporaciones Locales	16.608	18.620	19.972	24.020	29.774	25.737
Frente a empresas no financieras y familias	16.389	18.400	19.770	22.393	24.213	21.142
Frente a Administraciones Públicas (consolidación)	20	26	49	1.459	5.340	4.429
Frente a otros sectores económicos	199	194	153	168	221	166
Administración de la Seguridad Social	11.825	11.286	10.531	11.571	12.028	10.677
Frente a empresas no financieras y familias	2.482	1.959	1.191	2.189	2.651	1.300
Frente a Administraciones Públicas (consolidación)	9.343	9.327	9.340	9.382	9.377	9.377
Frente a otros sectores económicos	0	0	0	0	0	0

FUENTE: Banco de España.

NOTA: En los capítulos 11 a 14 del Boletín Estadístico del Banco de España se publica información para cada subsector de las AAPP de frecuencia trimestral.

<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1101.pdf>.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1201.pdf>.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1211.pdf>.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1301.pdf>.<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1401.pdf>.*Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE)*

A lo largo de estos últimos años se ha ido generando un desfase entre los costes de producción eléctrica reconocidos por la Administración a las empresas generadoras de energía eléctrica y los ingresos que estas compañías perciben procedentes de los consumidores (vía tarifas de acceso o precios regulados). Este desajuste se ha denominado «déficit de tarifa». Hasta el año 2007, este déficit se financiaba mediante el reconocimiento por parte del Estado a las compañías productoras de un activo (un derecho de cobro a largo plazo que es un porcentaje de la facturación mensual procedente de las tarifas de acceso) frente a los futuros consumidores de electricidad por importe del déficit generado a lo largo de ese año. Las compañías productoras podían así ceder a terceros estos derechos de cobro con objeto de obtener liquidez. Con posterioridad, a partir de 2008 se decidió reformar el mecanismo y, fruto de esta reforma, se constituyó en enero de 2011 el Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE). El objetivo de este fondo es facilitar la titulización del déficit de tarifa acumulado en manos de las compañías generadoras de electricidad. Las empresas eléctricas, que son titulares de derechos de cobro frente a los futuros

consumidores de electricidad, obtienen liquidez mediante la cesión de esos derechos al FADE a cambio de unos precios de transmisión. El FADE financia estas adquisiciones de derechos mediante la emisión de pasivos garantizados por el Estado.

El FADE está clasificado en el sector de las AAPP porque se considera que no dispone de autonomía de decisión al depender de una comisión interministerial y, por tanto, sus emisiones de deuda incrementan la deuda según el PDE. Hasta diciembre de 2012, el FADE había realizado emisiones de deuda por un importe de 15.800 millones de euros, las cuales han elevado la deuda según el PDE en un 1,5 % del PIB (véase cuadro 6). Estas emisiones de deuda se han destinado principalmente a financiar la adquisición de derechos de cobro, que se han registrado como activos financieros.

#### Conclusiones

La crisis económica y financiera ha provocado una dinámica expansiva de los niveles de endeudamiento público de los principales países desarrollados, que todavía persiste. España no ha sido ajena a este fenómeno, de forma que su ratio de deuda pública sobre el PIB, de acuerdo con el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), ha aumentado de forma significativa desde 2007, hasta situarse en el 84 % del PIB en 2012, aunque todavía por debajo del nivel en el área del euro (91 %). Los persistentes y elevados déficits primarios acumulados durante el período son el principal factor explicativo de este deterioro, al que también ha contribuido, aunque en menor medida, la carga de intereses. La puesta en marcha de distintos fondos estatales para el pago a los proveedores de las CCAA y CCLL, junto con los recursos destinados al proceso de reestructuración del sistema financiero y las contribuciones a los mecanismos de rescate europeos, han incrementado, asimismo, la ratio de deuda según el PDE.

De cara al futuro, la Actualización del Programa de Estabilidad plantea una continuación del proceso de consolidación entre 2013 y 2016, que permitiría estabilizar la deuda pública en 2016 en el entorno del 100 % del PIB, para comenzar a reducirse con posterioridad. La consecución de estos objetivos presupuestarios requiere un esfuerzo de magnitud considerable, pero su cumplimiento estricto es primordial para afianzar la credibilidad en el proceso de consolidación y reconducir la senda del endeudamiento hacia niveles más moderados.

15.7.2013.



Este artículo ha sido elaborado por Ana Buisán, Juan Carlos Caballero y Esther Gordo, del Servicio de Estudios.

### Introducción

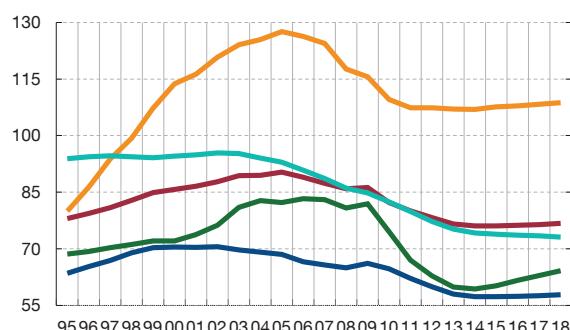
El área del euro se halla inmersa en un proceso de ajuste intenso de los graves desequilibrios económicos y financieros que algunas de sus economías acumularon en la primera década de la moneda única. El estallido de la crisis financiera global en 2007 sirvió de detonante a este proceso de ajuste, que desde entonces se desarrolla en un entorno macroeconómico muy adverso. El encarecimiento de la financiación y el parón de los flujos de entrada de capital en las economías más dependientes del ahorro exterior han obligado a que el gasto interno de cada país haya de acomodarse a su capacidad de generación de renta, que ha de hacer frente también a las cargas derivadas de los elevados niveles de endeudamiento alcanzados. Esto ha dado lugar a retrocesos intensos de la demanda interna que han propiciado un ajuste muy rápido del desequilibrio exterior, pero que también se están traduciendo en niveles históricamente elevados de desempleo.

Varios son los factores que explican la magnitud y la persistencia de los desequilibrios macroeconómicos acumulados tras la puesta en marcha de la UEM, que excedieron con mucho lo que cabía esperar del proceso de convergencia en el que — como se observa en el gráfico 1, que recoge la evolución del PIB per cápita en Grecia, Portugal, Irlanda, Italia y España en relación con Alemania — se hallaban inmersos muchos de los países que hoy en día se enfrentan a las mayores dificultades. La desaparición del riesgo cambiario y el aumento de la integración financiera trajeron consigo un incremento notable de los flujos financieros dentro del área. Pero una parte importante de esos flujos fue intermediada por sistemas bancarios que mantuvieron su carácter nacional y que asumieron exposiciones excesivas en algunos mercados, en un entorno global de infravaloración del riesgo. Además, los flujos de capital se dirigieron en buena medida a financiar actividades que, apoyadas en el estímulo de la demanda agregada, impulsaron el crecimiento durante algunos años, pero que, a la postre, apenas han tenido impacto sobre el potencial de producción de las economías receptoras. Los Gobiernos no fueron capaces de llevar a cabo ni las políticas ni las reformas económicas que demandaban estos desajustes y, con carácter más general, el nuevo entorno de pertenencia a una unión monetaria. Las autoridades europeas tampoco aprovecharon el período de auge que siguió a la creación de la UEM para completar el diseño de la unión monetaria, que había nacido con deficiencias institucionales bien conocidas, que, a la postre, dieron lugar a una crisis de confianza en la propia continuidad del proyecto de moneda única en la primera parte de 2012 y a la situación de grave fragmentación que todavía experimentan los mercados financieros del área.

La corrección de los desequilibrios constituye un requisito indispensable para que las economías más vulnerables y el área del euro en su conjunto puedan retornar a una senda de crecimiento sostenido. Tras la fase inicial, en la que — como en la mayoría de los episodios de crisis de balanza de pagos — el ajuste se ha asentado principalmente en el retroceso de la demanda interna, es necesario que las economías avancen en el proceso de reajuste de la competitividad y de reasignación de recursos hacia actividades más productivas como base para el retorno a una situación que permita conjugar los equilibrios externo e interno, retomar el crecimiento y reducir los elevados niveles de desempleo.

El artículo analiza hasta qué punto se está produciendo un ajuste que pueda sentar las bases para una recuperación más equilibrada. Con este propósito, en el siguiente apartado

ÍNDICES DE PIB PER CÁPITA (Alemania = 100)



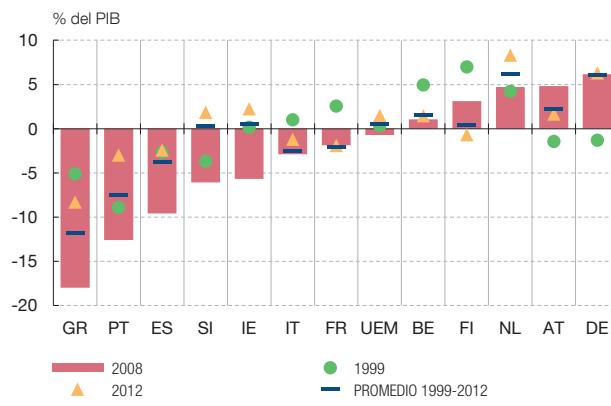
— ESPAÑA      — PORTUGAL      — GRECIA  
 — IRLANDA      — ITALIA

DESVIACIÓN TÍPICA ENTRE LOS PAÍSES DE LA UEM



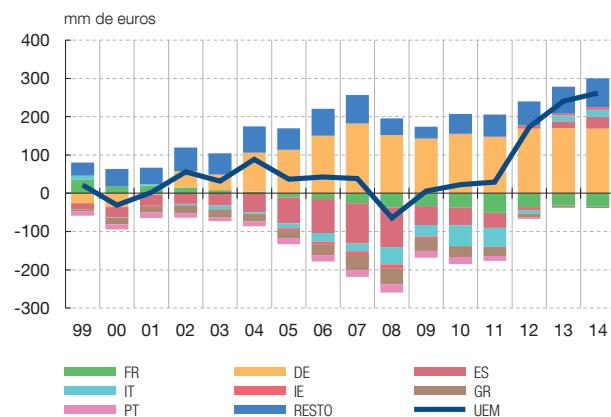
— VARIACIONES DEL PIB  
 — SALDOS DE CUENTA CORRIENTE (Escala dcha.)

SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. EVOLUCIÓN



— 2008      ● 1999  
 ▲ 2012      — PROMEDIO 1999-2012

SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. COMPOSICIÓN POR PAÍSES



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y Fondo Monetario Internacional.

se repasan los factores que propiciaron la aparición de los desequilibrios macroeconómicos, dejando al margen los desequilibrios presupuestarios y las debilidades de la gobernanza europea, que se tratan con detalle en otros trabajos<sup>1</sup>. En el epígrafe tercero se examina la evolución macroeconómica de los países más vulnerables en el inicio del proceso de ajuste, mientras que en el cuarto se detallan los avances registrados en la corrección de los desequilibrios en el período más reciente. En el epígrafe quinto se realiza una valoración del proceso de ajuste, así como de las alternativas de política económica recomendables para su culminación, y, por último, en el epígrafe sexto se concluye.

### Origen y causas de los desequilibrios macroeconómicos

La entrada en funcionamiento de la UEM determinó la desaparición del riesgo de tipo de cambio y el aumento de la integración financiera y de la movilidad de capital en un conjunto de países heterogéneo, con diferencias sustanciales en sus estructuras productivas y en su grado de desarrollo económico. Para algunas economías, la moneda única supuso una mejora sustancial de las condiciones de financiación y la inmersión en un nuevo entorno, caracterizado, en principio, por una elevada estabilidad macroeconómica que alen-

<sup>1</sup> Por ejemplo, en el capítulo 2 del *Informe Anual, 2012* del Banco de España se hace un análisis detallado de los fallos en la arquitectura institucional de la UEM y de las soluciones que se están adoptando; y en el *Informe Anual, 2011* se revisan la gestación y las implicaciones de los desequilibrios fiscales acumulados en España y en otros países europeos.

taba las expectativas de un mayor crecimiento. Para los países con nivel de renta per cápita superior y mayor capacidad de ahorro, la entrada en la UEM abría las puertas a nuevas oportunidades de negocio, de las que cabía esperar un rendimiento elevado, dadas la baja intensidad de capital y las perspectivas favorables de crecimiento de las economías más rezagadas.

Una vez puesta en marcha la UEM, y dado que la productividad marginal del capital era más elevada en el grupo de países que presentaban menor PIB per cápita, cabía esperar que el exceso de ahorro de las economías más ricas fluyera hacia aquellos para financiar la inversión en proyectos productivos, lo que se reflejaría en un aumento de su producto potencial y en una convergencia de los niveles de renta entre los dos grupos de países. Durante el proceso de convergencia, los países financiados registrarían déficits por cuenta corriente, un incremento del endeudamiento exterior y, previsiblemente, un incremento de los precios y costes debido a la presión de la demanda<sup>2</sup>. Sin embargo, se trataría de «desequilibrios» necesarios para conseguir, a través de la inversión, un aumento de la productividad y del empleo, del que se esperaba que en el futuro permitiese hacer frente a las deudas asumidas. También se pensaba que el aumento de la productividad compensaría el comportamiento más desfavorable de los costes, impidiendo el deterioro de la competitividad [véase, por ejemplo, Ahearne, Schmitz y Von Hagen (2007)]. Esta argumentación, sustentada en los modelos de equilibrio intertemporal de la balanza de pagos, sostuvo durante muchos años la opinión generalizada de que la acumulación de desequilibrios era la consecuencia natural del proceso de convergencia real que se estaba registrando, lo que derivó en una visión muy complaciente de los desajustes, que Blanchard y Giavazzi (2002) conceptuaron como *benign neglect*. Además, la integración financiera alcanzada en el seno de la UEM hacía improbable que el déficit exterior supusiera por sí mismo una restricción efectiva para el mantenimiento del dinamismo de las economías, al menos mientras persistiese la confianza en la sostenibilidad del proyecto integrador.

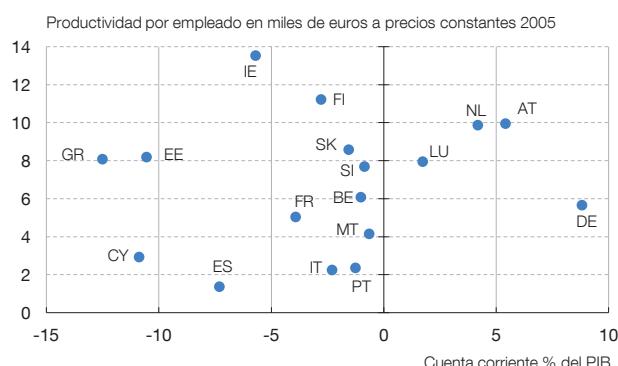
Sin embargo, la realidad no confirmó estas expectativas<sup>3</sup>. El prolongado período de expansión que registraron los países receptores de capital ocultaba el hecho de que el despegue de la productividad —el elemento esencial en la línea argumental de los que restaban importancia a los desequilibrios— no se estaba materializando: como se aprecia en el gráfico 2, entre 1999 y 2007 los países con mayor crecimiento de sus déficits por cuenta corriente y de su endeudamiento exterior registraron, en general, un menor incremento de la productividad por empleado, con la notable excepción de Irlanda. La evolución desfavorable de la productividad constituía un síntoma de que la financiación no se estaba canalizando hacia las actividades más productivas, por lo que no se reflejó en un aumento del potencial de crecimiento de la economía ni se generaron los rendimientos necesarios para devolver los fondos recibidos y satisfacer la restricción intertemporal de la balanza de pagos [véase Giavazzi y Spaventa (2011)].

En estos países, la expansión de la demanda se vio amplificada por el efecto riqueza ligado a la intensa elevación del precio de algunos activos, en especial los inmobiliarios, generada por el bajo coste y la abundante disponibilidad de la financiación. La demanda agregada de estas economías se situó de modo recurrente por encima de la oferta, lo que

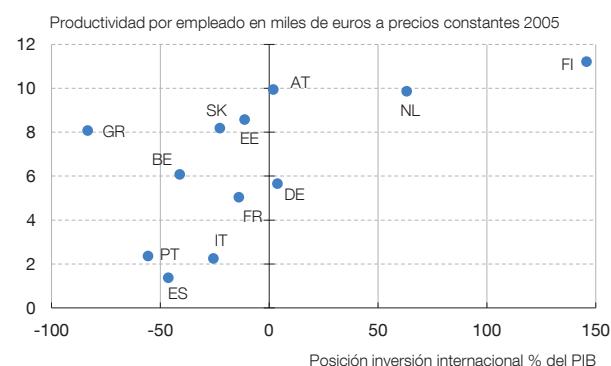
2 Como contrapartida, los países emisores de capital alcanzarían superávits de la balanza por corriente y una mejora de su posición de inversión internacional.

3 Algunos autores alertaron de que la presencia de desequilibrios tan elevados no se explicaba en su totalidad por los fundamentos de las economías que los registraban [Arghyron y Chortareas (2008) o Jaumotte y Sodsriviboon (2010)], lo que las hacía vulnerables ante un cambio repentino de las expectativas, como finalmente sucedió. Otros autores enfatizaban la complejidad que podía entrañar la corrección de los desequilibrios externos por la presencia de rigideces en los tipos de cambio nominales [Blanchard y Giavazzi (2002)].

VARIACIÓN PERÍODO 1999-2007



VARIACIÓN PERÍODO 1999-2007



FUENTE: Comisión Europea.

a Para Malta y la UEM los datos no están disponibles.

provocó un aumento de precios y costes que, como se ha mencionado, no vino acompañado de mejoras de la productividad, dando lugar a un deterioro persistente de la competitividad, que, fuera de los mercados europeos, se vio amplificado por la apreciación del euro. Es cierto que estas presiones al alza de los precios se produjeron, fundamentalmente, en los sectores de bienes no comercializables y afectaron en menor medida al sector exportador, donde predominan empresas de mayor tamaño y elevada eficiencia, que, en general, lograron mantener sus cuotas en los mercados exteriores, mientras que otros socios europeos registraban un comportamiento más desfavorable [véase Gaulier y Vicard (2012)]. Pero ello no debe llevar a infravalorar sus implicaciones, ya que el aumento de precios y márgenes en los sectores no comerciables favorecía una reasignación de recursos hacia estos, que dio lugar a un importante avance de las importaciones, al mismo tiempo que frenaba la expansión de la base exportadora, que en estos países tiene un tamaño más reducido que en las restantes economías de la UEM y cuyo desarrollo podría haber facilitado el ajuste posterior de los desequilibrios.

Por otro lado, la naturaleza de las entradas de capital, canalizadas en gran parte a través de préstamos intermediados por el sistema bancario y no tanto a través de inversiones directas con mayor vocación de permanencia, situaba a estas economías en una posición muy vulnerable ante una eventual disminución de la confianza sobre su capacidad de crecimiento futuro, que podría provocar un parón de los flujos de financiación. Este tipo de vulnerabilidades no recibió suficiente atención durante el período de expansión, al otorgársele una baja probabilidad en el seno de la UEM [Lane (2013)].

Algunos estudios encuentran evidencia de que las divergencias en la UEM y la acumulación de desequilibrios en los países deficitarios se vieron afectadas, además, por los efectos asimétricos que tuvieron algunas perturbaciones provenientes del entorno internacional. Así, la mayor capacidad de las economías con superávit para aprovechar la pujanza de la demanda exterior procedente de los países emergentes y su implicación en la integración de los países del centro y este de Europa en las cadenas de producción de la zona del euro afectaron muy positivamente a sus exportaciones [Chen, Milesi-Ferretti y Tressel (2012)].

Aunque estos fenómenos pudieron amplificar las divergencias, no cabe duda de que el origen de estas y, sobre todo, su persistencia se encuentran ligados de manera más estrecha a otros factores, como la existencia de financiación barata en un contexto de baja

aversión al riesgo y la conducta de las autoridades económicas, que no supieron percibir el alcance y las implicaciones de los desequilibrios acumulados ni aplicaron las políticas necesarias para garantizar la estabilidad macroeconómica dentro de una unión monetaria. A ello se suman las debilidades de los instrumentos de supervisión de las políticas económicas nacionales de la UEM, que se hallaba muy centrada en la vigilancia de las finanzas públicas y apenas en el comportamiento del sector privado, e incluso la primera resultó, a la postre, muy poco eficaz.

En efecto, el proceso de integración financiera iniciado con la UEM coincidió con unas condiciones de financiación muy laxas y con el surgimiento de innovaciones financieras complejas y relativamente opacas que permitieron que los fondos fluyeran generosamente, intermediados por un sistema bancario que no discriminó de forma suficiente el riesgo de los distintos proyectos de inversión, produciéndose una asignación de los recursos que no siempre primó sus usos más eficientes. La política de supervisión no fue capaz de prevenir y detener la acumulación de riesgos, en un contexto de infravaloración de la potencia de los canales de contagio que generaban las crecientes interrelaciones entre los distintos países y agentes económicos.

Además, algunos Gobiernos, amparados en la prolongada etapa de expansión en que se encontraban inmersas estas economías, frenaron el impulso reformador que había caracterizado el proceso de convergencia que precedió a la creación de la UEM, y desistieron de llevar a cabo las políticas fiscales y de reforma estructural que habrían sido necesarias para atajar los desequilibrios que se estaban acumulando. Destacan, en particular, los escasos avances en la reforma de los mercados de trabajo, en contraste con lo ocurrido en algunas de las economías donde las presiones de la demanda eran menores, como Alemania, que introdujeron reformas muy ambiciosas de sus mercados laborales que moderaron de manera notable sus crecimientos salariales durante los primeros años de creación de la UEM. Parte de este escaso impulso reformador obedeció, como ya se ha señalado, a la ausencia de un diagnóstico adecuado sobre el origen de los desequilibrios (*benign neglect*), aunque algunos autores destacan también el papel del deterioro institucional que trajo consigo el período de financiación abundante y exuberancia financiera [véanse Eichengreen (2010), Molinas (2013) o Fernández Villaverde, Garicano y Santos (2013)].

Las autoridades europeas mantuvieron también una actitud complaciente ante la acumulación de desequilibrios, debido al convencimiento de que la UEM estaba dotada de mecanismos naturales de ajuste que permitirían eliminar las divergencias a través de los efectos estabilizadores derivados de las pérdidas de competitividad y del funcionamiento eficiente de los mercados financieros. Por ello, únicamente se establecieron mecanismos para la supervisión de las finanzas públicas, dejando prácticamente al margen el resto de potenciales desequilibrios macroeconómicos y prestando escasa vigilancia a la acumulación excesiva de riesgos en el sistema bancario.

Tampoco se fue consciente de la escasa potencia que tienen en la UEM, en comparación con otras áreas de moneda única, algunos canales que permiten amortiguar o compartir los riesgos cuando un país de la unión registra una perturbación asimétrica. En efecto, los mecanismos que discurren a través de la competitividad mostraron, como se detallará a continuación, una potencia insuficiente al comienzo de la crisis, por las rigideces a la baja de los precios y salarios. Tampoco contribuyeron de manera significativa otros canales que discurren a través de los mercados de capital y que se asientan en la propiedad cruzada de las empresas, ya que, aunque la integración financiera haya reducido

el sesgo nacional en la propiedad empresarial entre los países de la zona del euro, este es todavía elevado y superior al que se observa, por ejemplo, entre los Estados norteamericanos y en otros Estados federales<sup>4</sup>. En todo caso, el clima general de infravaloración de riesgos en los mercados de capitales anuló la faceta disciplinadora que los inversores podrían haber ejercido sobre los Gobiernos que no persiguieron las políticas de estabilidad más eficientes.

#### El inicio del proceso de ajuste

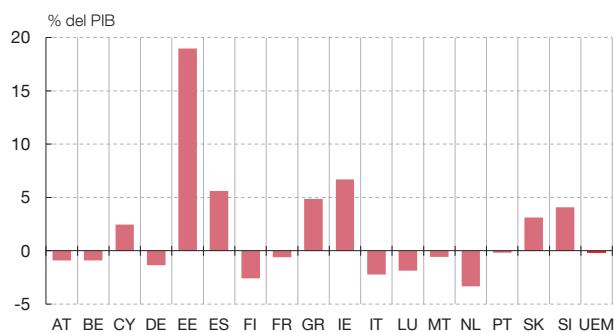
El inicio de la crisis financiera en 2007 y, especialmente, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 dieron lugar a un proceso brusco de reevaluación de los riesgos, con efectos profundamente asimétricos en el área del euro, afectando de forma más intensa a aquellas economías con mayor dependencia de la financiación exterior. Así, mientras que empresas, familias, Administraciones Públicas e intermediarios financieros en los países con exceso de ahorro pudieron seguir financiándose en condiciones relativamente ventajosas, incluso mejores que durante la etapa expansiva, aquellos radicados en países con elevados déficits exteriores tuvieron que soportar una reducción notable de la oferta de financiación y un incremento de su coste, que determinó el inicio de un proceso de reabsorción de los excesos de demanda y de corrección de los desequilibrios externos relativamente brusco.

El endurecimiento de las condiciones de financiación y la constatación de que la crisis podría tener efectos permanentes sobre el crecimiento potencial llevaron a familias y a empresas en los países deficitarios a revisar sus decisiones de gasto, hasta situarlos en niveles más acordes con las nuevas expectativas de evolución de la renta. Pero el proceso de corrección avanzaba a un ritmo lento, especialmente en Grecia, Portugal y también en Italia, que incluso registró un aumento del déficit exterior (véase gráfico 3). Tampoco se observó un ajuste significativo de los distintos indicadores de competitividad de precios y costes, salvo en el caso de Irlanda. Solo los indicadores elaborados con costes laborales unitarios en las manufacturas registraron una mejora notable, en comparación con el resto de los socios europeos, aunque ello se debe en buena medida al intenso proceso de destrucción de empleo en estos sectores, que se vieron expuestos no solo a la caída de la demanda interna, sino también al colapso del comercio mundial del año 2009 (véase cuadro 1).

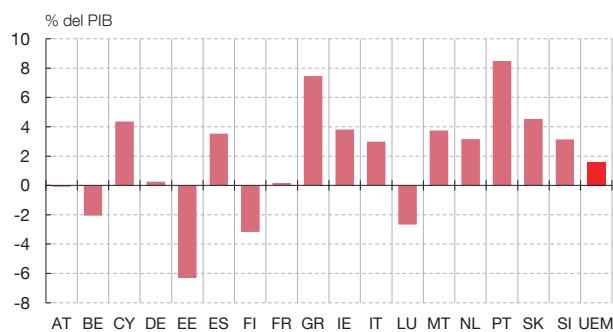
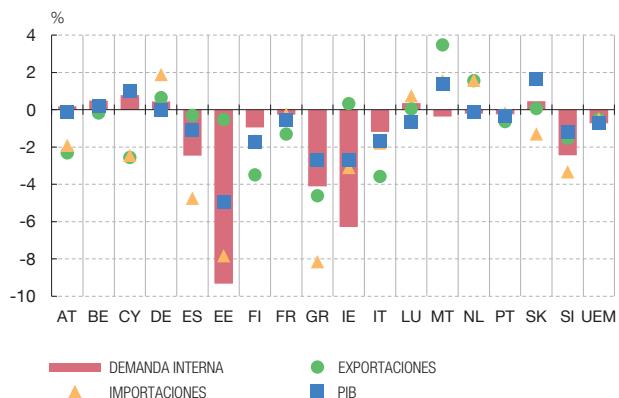
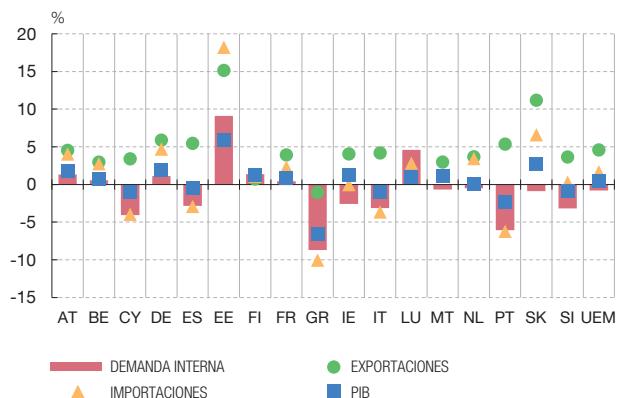
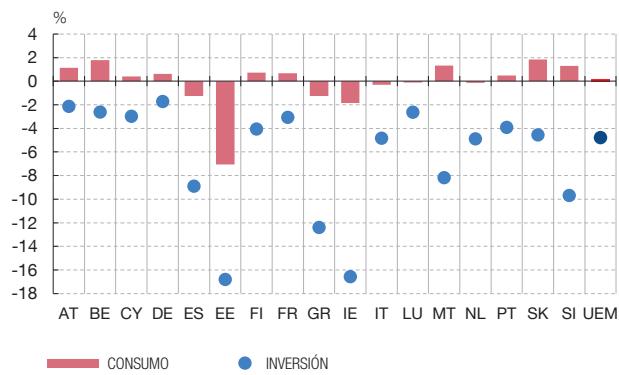
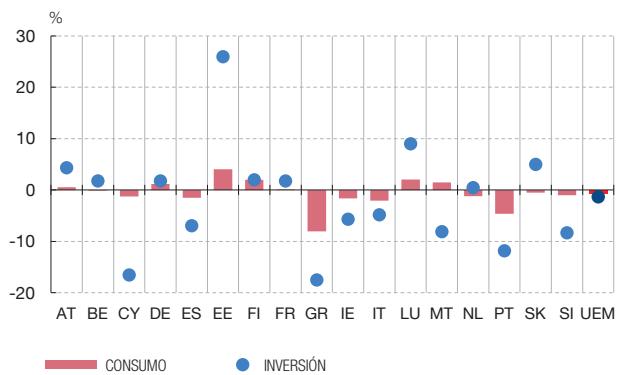
Esta situación se mantuvo hasta el año 2010, cuando emergieron con toda intensidad las debilidades estructurales y de los sistemas bancarios de numerosos países de la UEM, así como la falta de consenso y determinación política para afrontarlas. En este contexto, el área del euro se vio sometida a un proceso de fragmentación financiera y a un repliegue de capitales, que derivó en una crisis de balanza de pagos de naturaleza similar a las registradas en numerosas economías emergentes y avanzadas a lo largo del pasado siglo [Merler y Pisani-Ferri (2012)]. La financiación recibida a través del Eurosistema pudo suavizar el ajuste durante los primeros años de crisis, pero, en contra de lo que opinaban algunos autores, no impidió una rápida erupción de los desequilibrios macroeconómicos cuando se desató la crisis de balanza de pagos<sup>5</sup> (véase gráfico 4).

- 4 Cuando un país (o región) experimenta una perturbación, la caída del PIB no tiene por qué trasladarse en su totalidad a la renta de los residentes si la propiedad del capital está diversificada y parte del capital productivo de esa economía es propiedad de no residentes, al mismo tiempo que los residentes obtienen rentas de otros países (regiones) no afectadas por el *shock*. Otros canales de mutualización de riesgos pueden ser la existencia de un presupuesto a escala federal con funciones estabilizadoras, los flujos migratorios o el canal crediticio.
- 5 Algunos autores —como Sinn (2011) o Sinn y Wollmershäuser (2011)— argumentan que la financiación recibida a través de los saldos TARGET2 contribuye a financiar el desequilibrio entre el ahorro y la inversión de las economías deficitarias de la UEM, frenando en consecuencia sus procesos de ajuste. En cambio, Buiter *et al.* (2011) ofrecen una perspectiva más amplia sobre el significado y las implicaciones de los saldos TARGET2 e ilustran que la ampliación de esos saldos refleja principalmente las dificultades de las entidades bancarias para encontrar fuentes de financiación en un entorno de desconfianza y fragmentación de los mercados financieros y, en menor medida, la necesidad de financiar los desequilibrios por cuenta corriente.

CORRECIÓN CUENTA CORRIENTE 2007-2010



CORRECIÓN CUENTA CORRIENTE 2010-2012

DEMANDA INTERNA, EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y PIB  
VARIACIÓN MEDIA ANUAL PERÍODO 2007-2010DEMANDA INTERNA, EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y PIB  
VARIACIÓN MEDIA ANUAL PERÍODO 2010-2012CONSUMO E INVERSIÓN  
VARIACIÓN MEDIA ANUAL PERÍODO 2007-2010CONSUMO E INVERSIÓN  
VARIACIÓN MEDIA ANUAL PERÍODO 2010-2012

FUENTE: Comisión Europea.

Como se observa en el gráfico 3, entre 2007 y 2012 los saldos por cuenta corriente registraron una mejora que supera los 10 puntos porcentuales (pp) del PIB en Portugal, Irlanda y España, y los 12 pp en Grecia. Italia también ha revertido el deterioro del saldo exterior que registró durante los primeros años de crisis. De hecho, las previsiones de la CE y del FMI señalan que en el año 2013 todas estas economías, excepto Grecia, podrían alcanzar un superávit por cuenta corriente por primera vez desde la creación de la UEM —salvo en el caso de Italia en 2001—. Aunque esta corrección ha sido menos rápida e intensa que la que registraron los países bálticos —Letonia, Lituania y Estonia— entre 2007 y 2009, supera con creces los criterios que habitualmente se establecen en la literatura para caracterizar

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	NL	AT	PT	FI
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE AL RESTO DE PAÍSES DESARROLLADOS											
Deflactor consumo	1999-2007	3,9	-0,9	22,7	4,9	13,5	1,7	5,9	5,1	-1,0	9,1
	2007-2010	2,5	0,9	0,1	4,4	2,4	1,5	2,6	2,2	1,1	-0,5
	2010-2012	-2,9	-7,1	-11,4	-3,4	-3,1	-6,5	-4,3	-4,0	-2,6	-2,7
Coste laboral nominal unitario, total economía	1999-2007	5,2	-12,7	29,4	5,2	18,5	6,9	12,0	9,8	-5,1	11,0
	2007-2010	2,7	4,5	-4,6	6,1	0,4	2,6	4,3	4,2	3,0	1,2
	2010-2012	-0,5	-5,6	-17,6	-19,3	-12,8	-3,8	-5,5	-5,6	-2,4	-10,1
Coste laboral nominal unitario, manufacturas	1999-2007	10,5	-12,3	12,6	41,9	32,5	5,2	27,3	3,6	-5,3	11,6
	2007-2010	4,1	22,4	-6,6	-12,9	-2,6	-1,0	7,7	3,3	6,8	-2,6
	2010-2012	-1,4	-12,6	-12,1	-11,6	-13,1	0,6	-2,7	-6,0	-5,1	-8,1
Deflactor del PIB	1999-2007	4,7	-9,0	21,3	4,0	20,4	2,9	6,6	10,1	-1,8	9,1
	2007-2010	2,9	1,7	-6,7	5,6	1,4	2,3	3,7	1,7	1,9	1,6
	2010-2012	-2,1	-7,9	-10,4	-8,3	-7,0	-5,6	-7,0	-5,5	-2,1	-6,4
Deflactor exportaciones de bienes y servicios	1999-2007	10,7	-5,6	1,4	11,7	16,0	-3,6	9,5	5,9	0,3	5,1
	2007-2010	0,4	1,1	7,9	5,3	1,7	1,4	2,8	0,0	2,3	-0,7
	2010-2012	-1,4	-8,6	-11,3	-1,0	-3,7	-4,5	-5,6	-1,3	-4,4	-2,1
PRO MEMORIA: tipo de cambio efectivo nominal	1999-2007	9,7	12,5	16,8	12,1	10,3	11,9	13,2	8,3	7,1	7,4
	2007-2010	2,5	2,8	4,5	3,8	3,2	2,6	2,6	3,1	1,8	2,0
	2010-2012	-4,4	-6,1	-7,4	-3,0	-4,1	-5,5	-5,3	-4,2	-3,9	-3,3
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE AL RESTO DE PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO											
Deflactor consumo	1999-2007	-0,3	-5,8	12,5	5,0	10,0	-3,0	2,1	2,0	-2,4	5,8
	2007-2010	0,7	-1,1	-3,5	2,2	0,1	-0,3	1,0	0,0	0,1	-1,9
	2010-2012	1,8	-1,4	-4,4	0,9	1,3	-1,1	1,3	0,4	1,5	0,8
Coste laboral nominal unitario, total economía	1999-2007	2,2	-18,2	22,0	4,5	16,0	3,6	9,2	8,5	-5,3	9,3
	2007-2010	-0,5	0,7	-10,3	2,7	-3,1	-1,0	0,8	0,5	0,3	-1,4
	2010-2012	4,9	1,6	-10,4	-15,6	-8,6	2,7	0,7	-0,8	2,4	-6,4
Coste laboral nominal unitario, manufacturas	1999-2007	6,4	-19,6	3,3	39,8	28,9	0,5	23,5	1,2	-6,4	8,7
	2007-2010	-2,5	15,0	-16,3	-20,9	-9,3	-8,6	-0,6	-4,0	-0,5	-7,3
	2010-2012	4,9	-6,1	-2,7	-5,5	-8,0	9,0	5,4	-0,4	0,8	-3,7
Deflactor del PIB	1999-2007	1,7	-13,5	13,5	5,4	18,3	-0,4	4,3	8,7	-1,8	7,2
	2007-2010	0,9	-0,4	-10,5	3,3	-1,1	0,2	1,9	-0,8	0,7	0,0
	2010-2012	3,4	-1,0	-2,2	-3,3	-1,9	0,9	-0,6	-0,5	2,9	-2,3
Deflactor exportaciones de bienes y servicios	1999-2007	8,6	-8,9	-4,1	13,6	14,5	-6,3	7,9	5,0	-0,2	3,7
	2007-2010	-1,0	-0,5	5,0	3,6	0,0	-0,2	1,5	-1,6	1,6	-1,8
	2010-2012	3,3	-3,4	-4,2	4,4	0,7	1,1	0,1	3,3	-0,3	1,4

FUENTE: Comisión Europea.

a Variación acumulada en los períodos 1999-2007, 2007-2010 y 2010-2012, respectivamente.

b Una tasa de variación positiva representa una apreciación o una pérdida de competitividad en el período.

episodios de crisis o reversión de los desequilibrios de balanza de pagos [véase Adalet y Eichengreen (2007)].

La parálisis de la financiación exterior propició que, en un primer momento, el ajuste se asentara principalmente en la caída de la demanda, tal y como señalan diversos estudios<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Véase Lane y Milesi-Ferretti (2012), por ejemplo, que obtienen esta conclusión no solo para las economías de la UEM, sino también para el conjunto de las economías desarrolladas y no desarrolladas que presentan desequilibrios en sus balanzas por cuenta corriente.



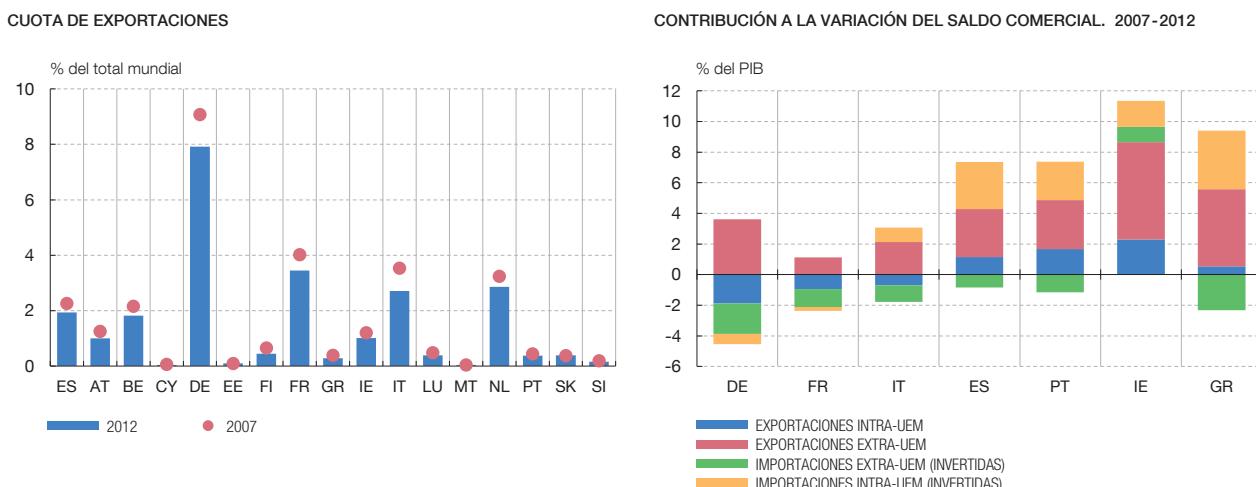
FUENTES: Bancos centrales nacionales, Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, Fondo Monetario Internacional y Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera.

a Datos acumulados desde 2001.

Así, el gasto en consumo y, especialmente, en inversión registró caídas notables en todas las economías (véase gráfico 3). Dentro de la inversión, el descenso fue especialmente intenso en el gasto en construcción, tras el auge registrado en los años anteriores en algunos países, pero también la inversión en equipo retrocedió, sin que en la primera mitad del año 2013 se hayan apreciado aún síntomas de recuperación. A su vez, como se aprecia en el gráfico 3, el frenazo de la demanda se reflejó en una intensa caída de las importaciones, mientras que las exportaciones mantenían una expansión modesta, en un contexto de debilidad de la demanda global y de lento reajuste de la competitividad.

#### El ajuste de los desequilibrios en el período más reciente

La prolongada e intensa debilidad de la demanda, el elevado grado de holgura del mercado de trabajo y las reformas estructurales que, al fin, bajo una enorme presión de los mercados financieros, decidieron emprender todas estas economías permitieron que se intensificara el reajuste competitivo. Como se observa en el cuadro 1, desde el año 2010 los indicadores de tipo de cambio real de estos países muestran una mejora muy intensa, tanto frente al conjunto de la zona del euro como frente al grupo de los países desarrollados, que se ha visto amplificada en este último caso por la depreciación del euro. En términos generales, estos indicadores han logrado revertir buena parte de la pérdida de competitividad registrada desde el comienzo de la UEM, si bien, de acuerdo con las estimaciones que elabora el FMI, aún mantendrían cierto grado de apreciación respecto a los



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

niveles que serían compatibles con el equilibrio interno y externo de la economía [véase FMI (2012)].

En particular, en las economías deficitarias se registró un retroceso de los costes laborales unitarios, que se extiende a las ramas industriales y de servicios. Pero debe tenerse en cuenta que esta contención refleja tanto la moderación de la remuneración por asalariado como la recuperación de la productividad aparente del trabajo, estrechamente ligada al proceso de destrucción de empleo que está teniendo lugar en estas economías.

En algunos de estos países —como España, Irlanda y Portugal—, la mejora de la competitividad exterior se está reflejando en un mayor dinamismo de las exportaciones, lo que ha permitido que sus cuotas de exportación en los mercados mundiales se hayan mantenido relativamente estables en los años más recientes, en contraste con el retroceso que se observa en Francia y en Alemania. Por el contrario, tanto en Grecia como en Italia el comportamiento de las ventas al exterior mantiene un tono débil (véase gráfico 5).

Pero la traslación de esta moderación de los costes laborales a los precios de producción —medidos por los deflactores del valor añadido— ha tenido por el momento un carácter parcial, lo que ha propiciado una recuperación de los márgenes empresariales de las economías con déficit, difícil de justificar en el contexto de debilidad de la demanda en que se produce<sup>7</sup>. Este repunte de los márgenes podría estar relacionado con rigideces a la baja de los precios, posiblemente vinculadas con la falta de competencia en determinados mercados. Algunos autores sugieren una explicación alternativa, de acuerdo con la cual el aumento de márgenes estaría ligado al esfuerzo que están haciendo algunas empresas para dotarse de mayor capacidad de autofinanciación, dadas las restricciones de acceso a la financiación externa existentes —especialmente relevantes para las empresas de tamaño mediano y pequeño, que son predominantes en los países más vulnerables—. En todo caso, resultaría necesario un análisis más profundo para discernir los factores que subyacen a esta evolución de los márgenes.

<sup>7</sup> Véase, por ejemplo, G. B. Wolf (2012), *Arithmetic is absolute: Euro area adjustment*, Bruegel policy contribution, 2012/09.

Con todo, pese a la mejora de la competitividad exterior y al comportamiento favorable de las exportaciones, aún no se detectan cambios relevantes en la especialización sectorial de las economías analizadas, más allá de los asociados a la contracción de la construcción en aquellos países que registraron un *boom* inmobiliario, en favor de un mayor peso del valor añadido de los servicios. La participación de la industria en el valor añadido bruto total registró un notable descenso en 2009, como reflejo del colapso del comercio internacional, y posteriormente se recuperó hasta retornar a niveles similares a los alcanzados en los años previos a la crisis (véase cuadro 2)<sup>8</sup>. Estos resultados se confirman cuando se emplean las cifras de empleo de los distintos sectores en lugar del valor añadido.

Además de por la evolución de los precios y costes frente a los principales países competidores, la reasignación de factores en una economía se ve afectada también por la relación real de intercambio interna que se deriva de la evolución de los deflactores, costes y márgenes a escala sectorial. En este sentido, como elemento positivo, cabe destacar que desde el año 2007, y al contrario de lo que sucedió en la anterior fase expansiva, los márgenes en las actividades de manufacturas se están incrementando a un ritmo superior al de los servicios (salvo en Italia), lo que podría estar sentando las bases para una futura reasignación de recursos hacia aquellos sectores en las economías deficitarias (véase cuadro 2).

Por otra parte, la contribución de los países con superávit a la corrección de los desequilibrios está siendo muy limitada. De acuerdo con la Comisión Europea (2012), la divergencia en las balanzas por cuenta corriente acumulada entre estos países y los deficitarios se debió en su mayor parte a la distinta evolución de las importaciones y de la demanda interna en ambos grupos de países, mientras que las exportaciones mostraron un comportamiento similar. Aunque la atonía de la demanda de las economías con superávit refleja en parte una elevada propensión al ahorro que puede estar condicionada por factores demográficos o ser reflejo de una elección intertemporal, también se aprecia una debilidad de la inversión productiva, muy acusada en algunas actividades de servicios, que limita el potencial de crecimiento de estos países<sup>9</sup>.

En este sentido, cabe señalar que en el período de crisis los países con superávit, con la excepción de Finlandia, no han mostrado correcciones significativas de sus saldos por cuenta corriente, e incluso en algún caso, como el de Holanda, lo ampliaron de manera notable (véase gráfico 1). En Alemania, el superávit de la balanza por cuenta corriente se situó en 2012 por encima de los umbrales establecidos en el Mecanismo de Alerta del Procedimiento de Desequilibrios Excesivos<sup>10</sup> (+6 %). Es cierto que este resultado refleja principalmente una ampliación del superávit comercial frente a los países no pertenecientes a la UEM, mientras que el saldo positivo que tradicionalmente mostraban estos países frente al resto de los Estados miembros del área se ha reducido —salvo, de nuevo, en el

8 Algunos estudios elaborados con datos a escala microeconómica revelan que la especialización industrial de estas economías también adolece de algunas debilidades que contribuyen a explicar su menor vocación exportadora, en comparación con otros países, como Alemania. En concreto, el tejido industrial de estos países se encuentra dominado por empresas de tamaño pequeño y mediano, que tienen mayores dificultades de acceso a los mercados lejanos, como los del sudeste asiático, que en general presentan mayor dinamismo y potencial de demanda, y que encuentran mayores obstáculos a la hora de participar en las cadenas de producción global que en la actualidad dominan las relaciones comerciales.

9 Según la Comisión Europea (2012) Alemania perdió 550 mm desde el año 2007 en sus tenencias netas de activos exteriores. Estas pérdidas se produjeron, en su mayor parte, en las inversiones realizadas en activos de Estados Unidos. Esto sugiere que al menos parte del exceso de ahorro se canalizó hacia inversiones en productos financieros complejos, que, a la postre, generaron fuertes pérdidas, lo que lleva a cuestionarse si hubiera sido preferible utilizar los recursos para financiar una expansión del gasto que generase incrementos del bienestar.

10 El FMI, en su marco de análisis de los desequilibrios por cuenta corriente, también estima que el superávit alemán excede al que justificarían sus determinantes fundamentales.

COMPOSICIÓN SECTORIAL DEL PIB (%)

	2007					2012				
	AGRÍC.	IND.	MANUF.	CONST.	SERV.	AGRÍC.	IND.	MANUF.	CONS.	SERV.
BE	0,8	19,1	16,4	5,3	74,7	0,9	17,6	14,4	5,4	75,9
DE	1,0	26,2	23,4	3,7	69,0	0,8	25,0	21,9	3,7	70,4
EE	3,4	21,0	16,5	8,8	66,7	3,9	21,3	16,6	8,3	65,9
IE	1,4	25,6	24,1	9,5	64,0	1,5	30,8	--	4,3	61,8
GR	3,5	12,1	8,7	8,0	76,3	4,5	12,6	8,9	2,7	79,8
ES	3,2	17,2	14,5	13,4	66,2	3,5	16,0	12,9	9,5	71,2
FR	1,9	15,1	12,5	5,7	77,3	2,0	13,8	11,5	5,0	79,2
IT	2,1	20,8	18,4	6,1	71,0	2,1	19,0	16,5	5,1	73,8
CY	2,2	10,3	7,5	11,9	75,5	2,1	9,1	6,4	6,4	82,5
LU	0,3	10,1	8,3	6,7	82,9	0,3	6,4	5,5	6,2	87,5
NL	1,9	18,3	13,7	5,6	74,2	2,0	18,3	13,4	4,6	75,3
AT	1,5	23,9	20,8	6,8	67,8	1,4	24,4	20,8	6,1	68,1
PT	2,6	18,1	14,5	7,1	72,2	2,7	18,0	14,3	4,5	74,9
SI	2,4	27,5	23,5	7,9	62,2	2,4	26,8	22,7	4,8	66,1
SK	3,7	32,0	24,4	7,7	56,6	3,5	33,5	29,0	7,4	56,1
FI	2,9	28,1	25,4	6,6	62,5	3,1	23,2	20,5	6,8	66,5

TASAS DE VARIACIÓN ACUMULADAS DE CLU, DEFLACTORES Y MÁRGENES

	1999-2007						2007-2012					
	MANUF.			SERV.			MANUF.			SERV.		
	CLU	DEFL.	MÁRG.	CLU	DEFL.	MÁRG.	CLU	DEFL.	MÁRG.	CLU	DEFL.	MÁRG.
BE	2,8	6,2	3,5	19,2	23,0	3,8	12,8	4,9	-7,9	16,0	10,6	-5,3
DE	-22,3	-2,0	20,3	0,7	5,0	4,3	13,4	8,0	-5,4	11,0	2,5	-8,5
EE	87,6	39,2	-48,4	103,6	60,0	-43,6	2,9	8,8	5,8	20,4	13,0	-7,4
IE	1,3	-13,0	-14,3	41,7	53,1	11,4	--	--	--	--	--	--
GR	56,4	29,7	-26,7	17,1	22,4	5,3	-22,5	8,6	31,1	2,1	8,2	6,2
ES	23,8	28,6	4,8	29,7	34,7	5,0	-2,6	9,7	12,3	1,5	5,8	4,3
FR	-2,0	-5,2	-3,2	20,8	22,3	1,5	--	--	--	--	--	--
IT	16,5	13,0	-3,5	23,2	22,7	-0,5	16,9	1,6	-15,4	10,4	7,9	-2,5
CY	68,5	23,1	-45,3	23,7	18,9	-4,8	12,9	8,5	-4,4	6,0	14,9	8,9
LU	11,2	26,3	15,1	24,0	32,8	8,7	41,2	26,0	-15,2	22,9	18,4	-4,5
NL	-4,1	8,1	12,2	24,6	21,7	-2,9	7,2	4,8	-2,4	9,4	4,2	-5,3
AT	-13,8	2,7	16,5	10,0	16,6	6,6	9,9	2,8	-7,1	14,2	10,6	-3,6
PT	10,2	5,1	-5,1	24,7	27,9	3,2	-3,2	5,2	8,4	-1,7	1,4	3,1
SI	-14,4	-4,7	9,6	28,3	25,0	-3,3	10,2	2,0	-8,2	15,0	7,1	-7,9
SK	-1,9	23,5	25,5	137,5	117,3	-20,3	-4,0	-5,2	-1,2	25,3	25,3	0,0
FI	-43,7	-19,4	24,4	25,4	24,5	-0,9	21,3	-0,6	-21,9	20,6	15,0	-5,5

FUENTE: Comisión Europea.

a Las tasas de variación son acumuladas para el período indicado.

caso de Holanda, como consecuencia del flujo creciente de reexportaciones a la UEM de productos importados de fuera del área—. Pero, como se aprecia en el gráfico 5, esta corrección se debe principalmente a la debilidad de la demanda de los países de la UEM que acumularon mayores desequilibrios, lo que se traduce en una caída de las exportaciones destinadas a esos mercados, y no tanto a un mayor dinamismo de la demanda interna y de las importaciones de los países con superávit.

**Valoración del proceso de ajuste y respuestas de política económica a escala nacional para corregir los desequilibrios**

En cuanto a la evolución de los indicadores de competitividad, se ha registrado un deterioro desde el inicio de la crisis en todos los países superavitarios, con la excepción de Alemania. En este país se observó cierto repunte de los costes laborales unitarios entre 2008 y 2010, ligado a un mayor incremento de los salarios y al retroceso de la productividad, como consecuencia del dinamismo del mercado de trabajo. Pero en el período posterior este proceso se ha detenido y la mayoría de los indicadores de competitividad alemanes han vuelto a mejorar respecto al resto de los países de la UEM. El hecho de que las cuotas de exportación de Alemania en los mercados mundiales estén disminuyendo en los años recientes constituye un factor que tenderá a moderar los crecimientos salariales a pesar de la situación de relativa tensión del mercado de trabajo.

El ajuste de los desequilibrios acumulados en el área del euro se está desarrollando en línea con lo que la teoría económica sugiere<sup>11</sup>, si bien el progreso está siendo obstaculizado por la existencia de rigideces estructurales en las economías que se han revelado como más vulnerables y por la existencia de un entorno macroeconómico muy complejo, resultado de la interacción entre la crisis financiera internacional y las debilidades institucionales del actual diseño de unión monetaria. Así, como se ha visto en el epígrafe anterior, los países que acumularon mayores desequilibrios han realizado un ajuste significativo de su competitividad, reduciendo sus costes laborales relativos en un contexto en el que numerosos países debían aplicar simultáneamente estrategias similares y en el que la aportación de los países con superávit ha sido muy modesta. Pero la existencia de rigideces nominales ha propiciado que la respuesta de los salarios haya sido lenta y que solo se haya intensificado cuando los niveles de desempleo han alcanzado niveles históricamente elevados. Por ello, la moderación de los costes laborales unitarios refleja, en gran parte, un incremento de la productividad asociado a la destrucción de empleo. Por otro lado, la moderación de los costes no se ha trasladado en su totalidad a los precios finales en estas economías, sin que por el momento exista una explicación satisfactoria de este hecho.

La lentitud del proceso de reasignación sectorial podría también estar relacionada con los elevados niveles de endeudamiento que aún mantiene el sector privado y con las vulnerabilidades de los sistemas bancarios, que dificultarían que la financiación fluyera hacia los sectores más dinámicos y productivos, en un contexto en el que el crecimiento global y, en especial, el del resto de los socios europeos mantienen ritmos de avance moderados. Mendoza (2010) estima que la presencia de restricciones financieras puede amplificar el impacto reversible de los episodios de corrección de los desequilibrios por cuenta corriente<sup>12</sup>.

Los elevados costes que está generando el proceso de ajuste actual en términos de desempleo y la insuficiente reasignación de la actividad hacia aquellos sectores con capacidad de generar un mayor impulso de las exportaciones y un crecimiento más sostenido otorgan gran relevancia a que la respuesta de política económica sea la más adecuada para avanzar satisfactoriamente en la corrección de los desequilibrios. Desde esta perspectiva, cabe pensar que una acción coordinada entre países deficitarios y con superávit debería permitir una mejora de los indicadores de competitividad de los primeros sin

<sup>11</sup> En principio, cabría esperar que el proceso de ajuste de los países de la UEM que han experimentado una crisis de la balanza de pagos se iniciara con una intensa contracción de la demanda, especialmente de la inversión, que favorecería la depreciación del tipo de cambio real frente a los competidores —la denominada «devaluación interna»— y una reasignación de los recursos productivos desde los sectores productores de bienes no comerciables hacia los comerciables, haciendo que las exportaciones constituyeran el motor de la posterior recuperación de la inversión y del consumo [Kehoe y Ruhl (2009)].

<sup>12</sup> Según sus resultados, el colapso de la inversión puede llegar a ser hasta 12 pp mayor que en los episodios donde no existen restricciones de crédito, en tanto que la caída del PIB respecto a su nivel potencial podría ser 1,21 pp superior.

acentuar los mecanismos de realimentación existentes entre ajuste salarial, endeudamiento y demanda agregada [Krugman (2011)]. Un ajuste de estas características podría contribuir a que el proceso fuera más rápido y menos costoso para el conjunto del área.

Las políticas de oferta son necesarias para elevar el crecimiento potencial de la economía en el medio plazo, pero también pueden generar con cierta inmediatez mejoras de la confianza, así como facilitar el ajuste de los precios relativos, lo que redundaría en una cierta recuperación de la demanda en el corto plazo, especialmente de la inversión. Sin embargo, el entorno actual de altas tasas de desempleo y endeudamiento, y de elevadas brechas de producción en algunos países, aconseja acompañar las reformas estructurales con medidas que estimulen la demanda agregada en aquellas economías en las que la situación presupuestaria otorga cierto margen de maniobra para que la política fiscal ejerza una acción estabilizadora. También resultan esenciales para la recuperación de la demanda de consumo e inversión la relajación de las condiciones financieras y la recuperación de los flujos de financiación de la economía.

Para valorar la efectividad de las medidas de oferta, en Barkbu *et al.* (2012) se recogen algunas estimaciones realizadas con el modelo macroeconómico del FMI (el GIMF) de los efectos de estas sobre el PIB en el corto y medio plazo. Los beneficios en el medio plazo (cinco años) de la aplicación de políticas de oferta son claros —especialmente, los que resultarían de reformas fiscales y de los sistemas de pensiones, y de la mejora de la flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo—, mientras que los efectos en el corto plazo son también positivos, aunque mucho menores. Además, concluyen que la aplicación de este tipo de reformas en algunos países tiene efectos positivos sobre el resto de Estados miembros y que los países deficitarios se pueden beneficiar en un grado elevado de las reformas estructurales que acometan los países con superávit, siempre y cuando continúen ajustando sus precios relativos.

Por otra parte, en Fic y Orazgani (2013) se realizan varias simulaciones con el modelo NI-GEM para valorar los efectos sobre los países de la UEM de la aplicación en los países deficitarios de medidas encaminadas a corregir sus desequilibrios, aumentando su capacidad exportadora a través de procesos de devaluación interna y de reformas estructurales, y corrigiendo el exceso de endeudamiento de los sectores público y privado. En particular, consideran cuatro políticas distintas —de oferta y de demanda— que se aplicarían simultáneamente en España, Italia, Portugal y Grecia. Las políticas que se simulan son una devaluación interna a través de una reducción permanente de salarios para mejorar la competitividad, un aumento del ahorro de las familias como medio para solventar el exceso de endeudamiento del sector privado, una reducción del endeudamiento público y un shock de progreso técnico, junto con un cambio en la estructura de comercio de estos cuatro países.

En el cuadro 3 se recogen los principales efectos sobre el saldo de la balanza por cuenta corriente y sobre el PIB de las medidas enumeradas. Como se observa, la medida de progreso tecnológico es la que de forma clara y simultánea mejora la balanza por cuenta corriente y aumenta el PIB. No obstante, se requeriría un impulso muy significativo del progreso tecnológico, superior del 2 % anual en la mayor parte de los países considerados, para que el déficit por cuenta corriente mejorase en un 1 % anual. Ello equivale, al menos, al triple del crecimiento medio anual de esa variable en la zona del euro durante los últimos 25 años. El incremento de la tasa de ahorro de los hogares tiene efectos muy claros sobre el déficit por cuenta corriente y sus efectos negativos sobre el PIB son similares a los que genera la medida de desapalancamiento del sector público, si bien en este

	Bajada de salarios permanente del 1 %	Progreso tecnológico del 5 % a lo largo de cinco años	Incremento permanente de un 0,5 % de la tasa de ahorro de los hogares	Reducción de la ratio de deuda pública del 10 % a lo largo de ocho años (% del PIB)
España	0,16 (0,07)	0,26 (1,17)	0,35 (-0,28)	1,46 (-1,08)
Italia	0,17 (-0,12)	0,49 (0,77)	0,35 (-0,30)	1,49 (-1,11)
Portugal	0,06 (0,05)	0,36 (0,02)	0,32 (-0,49)	1,15 (-1,81)
Grecia	0,08 (0,13)	0,54 (0,02)	0,39 (-0,47)	1,70 (-2,11)
Alemania	-0,02 (0,00)	-0,07 (0,09)	-0,06 (0,03)	-0,20 (0,09)
Francia	-0,02 (0,01)	-0,04 (0,11)	-0,04 (0,03)	-0,12 (0,05)
Holanda	-0,03 (0,01)	-0,05 (0,12)	-0,04 (0,03)	-0,15 (0,08)
UEM	0,03	0,32	0,08	0,34
Estados Unidos	-0,01	0,06	-0,02	-0,10
China	-0,01	0,00	-0,01	-0,07

FUENTE: *Growth risks for the EU emanating from global imbalances* [Fic y Orazgani (2013)].

a La respuesta se mide como la desviación promedio anual durante un período de ocho años con respecto al escenario base.

último caso se requiere una reducción del endeudamiento público de magnitud elevada, lo que resulta difícil de conseguir, dadas las inercias a que se enfrentaría ese proceso. La devaluación interna tiene efectos rápidos sobre la competitividad-precio en la medida en que rebaja los costes laborales unitarios y se traslada a una mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente. Sus efectos sobre el PIB son menos claros. Por otra parte, cualquiera de las medidas consideradas tiene efectos muy reducidos sobre los restantes países del área y sobre el resto del mundo.

Estos ejercicios ilustran, por lo tanto, la necesidad de aplicar un enfoque amplio y variado que facilite la absorción de los desequilibrios, de manera que los costes reales del ajuste sean los menores posible y se repartan de forma equitativa. En particular, se debe progresar en la consolidación de las finanzas públicas y emprender las reformas que eleven el crecimiento potencial y la competitividad de las economías, y que suministren, al mismo tiempo, la flexibilidad necesaria dentro de una unión monetaria para suplir la carencia de algunos instrumentos tradicionales de estabilización, como el tipo de interés, el tipo de cambio o, incluso, la discrecionalidad fiscal. En este sentido, es cierto que, durante los últimos años, la mayoría de los países afectados por los desequilibrios han introducido reformas en sus mercados de trabajo y de productos llevando a cabo en algunos casos una revisión de sus sistemas de negociación colectiva, de los costes de despido y de los esquemas de protección del desempleo, al mismo tiempo que afrontaban un incremento de la competencia en algunas actividades de servicios que por su elevado potencial de expansión podrían contribuir también a la recuperación económica cuando se reactive la demanda. Pero la magnitud de los retos a los que estos países se enfrentan aconseja mantener y profundizar ese impulso reformador.

## Conclusiones

Desde 2007, algunos Estados miembros de la UEM se hallan inmersos en un proceso intenso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos que habían acumulado tras su incorporación al área del euro. El estallido de la crisis financiera internacional ha evidenciado algunos errores cometidos durante la fase de expansión económica en dichos países, asociados a una asignación de recursos excesivamente escorada hacia actividades con poco impacto en el potencial de crecimiento, a una ausencia de impulso reformador de las estructuras productivas —insuficientemente preparadas para facilitar la absorción de perturbaciones— y, en general, a la falta de adecuación de las políticas económicas nacionales

al nuevo entorno de unión monetaria y de incremento de la competencia global. La crisis financiera internacional, transmutada en 2010 en crisis del área del euro, ha puesto en evidencia también insuficiencias graves en el diseño original de la UEM.

Hasta el momento, los países más afectados por la crisis han adecuado su gasto a su capacidad de producción y situado sus precios y costes relativos en niveles más competitivos, si bien el ajuste se ha basado, en gran parte, en una contracción de su demanda, con fuertes efectos desfavorables para la actividad y el empleo. En una unión monetaria, la flexibilidad de precios y de salarios y la movilidad de la mano de obra constituyen los elementos esenciales que permiten minimizar los costes reales que se derivan del ajuste de los desequilibrios. En este sentido, aunque la evidencia no es muy firme todavía, sí existen indicios de que se están sentando las bases para la reasignación de la actividad hacia aquellos sectores con capacidad de generar un mayor impulso de las exportaciones y un crecimiento más sostenido: los costes laborales de las economías deficitarias se han situado en niveles más competitivos y los márgenes empresariales se están recuperando, especialmente en las manufacturas, lo que debería incidir favorablemente sobre la inversión.

Las actuaciones de política económica, a escala tanto europea como nacional, también han colaborado para aliviar y encauzar el proceso de ajuste. En el primer caso, las acciones del BCE han contribuido a la moderación de los costes de financiación de los agentes de estas economías y a evitar escenarios extremos. Además, los avances en la reforma de la gobernanza plasmados en la creación de nuevos mecanismos de supervisión y coordinación de las políticas económicas —así como en la mejora de los ya existentes— y la estricta condicionalidad incorporada en los programas de asistencia financiera han servido como catalizador para la adopción de medidas de reforma estructural por parte de los Gobiernos.

De cara al futuro, en el ámbito de los países, debe ahondarse en la agenda reformadora, con el objetivo de aumentar el grado de flexibilidad de las economías, facilitar la reasignación de los recursos productivos hacia los sectores exportadores e incrementar el crecimiento potencial. En el ámbito del conjunto del área, además de la aplicación rigurosa del nuevo marco reforzado de gobernanza, la constatación de que el diseño inicial de la unión monetaria no era suficientemente sólido ha hecho de su reforma en profundidad —en línea con los acuerdos alcanzados por los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro en las cumbres de junio y diciembre de 2012— una condición imprescindible para recuperar la credibilidad del proyecto.

11.7.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- ADALET, M., y B. EICHENGREEN (2007). «Current Account Reversals: Always a Problem?», en R. Clarida (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press.
- AHEARNE, A. G., B. SCHMITZ y J. VON HAGEN (2007). «Current Account Imbalances in the Euro Area», CASE Network Studies and Analyses n.º 345.
- ARGHYRONU, M. G., y G. CHORTAREAS (2007). «Real exchange rates and current account imbalances in the Euro-area», Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference 2006 124, Money Macro and Finance Research Group.
- AUER, R., (2013). *What Drives Target2 Balances? Evidence from a Panel Analysis*, CESifo Working Paper Series, n.º 4216.
- BARKBU, B., J. RAHMAN y R. O. VALDÉS (2012). *Fostering Growth in Europe Now*, IMF Staff Discussion Notes 12/07, Fondo Monetario Internacional.
- BLANCHARD, O. J. (2012). «Lessons from Latvia», IMFdirect, <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/06/11/lessons-from-latvia/>.
- BLANCHARD, O. J., y F. GIAVAZZI (2002). *Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?*, MIT Department of Economics Working Paper n.º 03-05.

- BUITER, W. H., E. RAHBARI y J. MICHELS (2011). *The implications of intra-euro area imbalances in credit flows*, Centre for Economic Policy Research, Policy Insight, n.º 57.
- CHEN, R. G., M. MILESI-FERRETTI y T. TRESSEL (2012). *External Imbalances in the Euro Area*, IMF Working Papers, n.º 12/236, Fondo Monetario Internacional.
- CLARIDA, R. H. (2007). *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, NBER Books, National Bureau of Economic Research.
- COMISIÓN EUROPEA (2012). *Current account surpluses in the EU*, European Economy 9.
- DARVAS, Z. (2012). «Compositional effects on productivity, labour cost and export adjustments», *Policy Contributions*, n.º 730, Bruegel.
- EICHENGREEN (2010), «Imbalances in the Euro Area» mimeo Universidad de California, Berkeley.
- ESTRADA, Á. (2013). «El saldo de la balanza por cuenta corriente ajustado de ciclo: un análisis para las economías del G-20», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- FERNÁNDEZ VILLAVERDE, J., L. GARICANO y T. SANTOS (2013). «Political Credit Cycles: the Case of the Eurozone», de próxima publicación en *Journal of Economic Perspectives*.
- FIC, T., y A. ORAZGANI (2013), «Growth risks for the EU emanating from global imbalances», *European Economy. Economic Papers*, 483, abril, Bruselas.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2012). *Pilot external sector report*, 2012.
- GAULIER, G., y V. VICARD (2012). «Current account imbalances in the euro area: competitiveness or demand shock?», *Quarterly selection of articles, Bulletin de la Banque de France*, n.º 27, Banco de Francia.
- GIAVAZZI, F., y L. SPAVENTA (2011). «Why the current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the euro area», en Miroslav Beblavý, David Cobham y L'udovit Ódor (eds.), *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge University Press.
- JAUMOTTE, F., y P. SODSRIWIBOON (2010). *Current Account Imbalances in the Southern Euro Area*, IMF Working Papers, n.º 10/139, Fondo Monetario Internacional.
- KEHOE, T. J., y K. J. RUHL (2009). «Sudden stops, sectoral reallocations and the real exchange rate», *Journal of Development Economics*, vol. 89 (2).
- KRUGMAN, P. (2011), «Can Europe be Saved?», *The New York Times*, 12 de enero.
- LANE, P. R., y G. M. MILESI-FERRETTI (2012). «External adjustment and the global crisis», *Journal of International Economics*, vol. 88 (2).
- LANE, P. R. (2013). «Capital flows in the Euro Area», *European Commission, Fellowship initiative, The future of EMU*.
- MENDOZA, E. G. (2010). «Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage», *American Economic Review*, vol. 100 (5).
- MERLER, S., y J. PISANI-FERRY (2012). «Sudden stops in the euro area», *Policy Contributions* n.º 718, Bruegel.
- MOLINAS, C. (2013). *Qué hacer con España*, Ediciones Destino.
- SINN, H.-W. (2011). «The ECB's stealth bailout», VoxEU.org, 1 de junio.
- SINN, H.-W., y T. WOLLMERSHÄUSER (2011). *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, CESifo Working Paper Series n.º 3500, CESifo.
- WOLFF, G. B. (2012). «Arithmetic is absolute: euro area adjustment», *Policy Contributions*, n.º 724, Bruegel.



Este artículo ha sido elaborado por José Luis Malo de Molina, director general del Servicio de Estudios<sup>1</sup>.

La gran crisis del siglo XXI ha planteado retos formidables a los gestores de las políticas económicas en todo el mundo y, muy particularmente, a los bancos centrales, por la importancia que han tenido los componentes financieros en el desencadenamiento y desarrollo de aquella y por el hecho de que, no en balde, la política monetaria es el instrumento más ágil, y más poderoso a corto plazo, de la política económica, aunque, como más adelante se verá, su capacidad de actuación frente a determinado tipo de perturbaciones es limitada. Para el Banco Central Europeo (BCE) todo ha resultado mucho más complicado, pues la crisis le sorprendió al inicio de la andadura del complejo proyecto de integración monetaria europea, que estaba asentado, además, sobre unas bases institucionales que han terminado manifestándose como insuficientes en aspectos muy relevantes.

### Retos derivados de la crisis económica y financiera

El análisis de las actuaciones del BCE en respuesta a la crisis debe comenzar identificando, de forma sucinta, los retos que esta ha planteado a los países avanzados en general, y a la Unión Económica y Monetaria en particular.

Tras el episodio de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, la Gran Recesión se desencadenó en forma de una brusca y repentina evaporación de la liquidez mundial y una abrupta reevaluación de los riesgos financieros como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers, que amenazaron con colapsar la estabilidad del sistema financiero global. Más adelante, la crisis financiera se transformó en una crisis del sector real de las economías en forma de una profunda recesión, que en algunos casos, como en Estados Unidos, suscitó riesgos de deflación y en otros, como en el área del euro, adquirió tintes de gran persistencia, con una prolongada recaída.

Por si fuera poco la suma de una grave perturbación de liquidez con una gran recesión, los problemas de gestión de la política monetaria para suministrar el estímulo que la situación requería se vieron enrarecidos adicionalmente por los límites a la actuación de los bancos centrales que surgen cuando los tipos de interés de intervención se aproximan a cero.

Además, la emergencia de los profundos desequilibrios financieros que estuvieron en el origen de la crisis puso al descubierto la existencia de lagunas importantes en el armazón de la política económica que tienen que ver sobre todo con el insuficiente desarrollo de la llamada «política macroprudencial», cuya atención e impulso habrían de requerir la asunción de nuevas responsabilidades por parte de los bancos centrales<sup>2</sup>.

En general, la mayor parte de estos problemas no se diferencian de manera sustancial de los que habitualmente tiene que abordar la política monetaria, aunque es verdad que en esta ocasión se plantearon con una intensidad desconocida en las últimas décadas y obligaron a explotar al máximo el arsenal de los instrumentos operativos disponibles y a desarrollar innovaciones que estuvieran a la altura de la excepcionalidad de la grave situación

<sup>1</sup> Este artículo desarrolla la ponencia presentada en el encuentro «Experiencias y enseñanzas de las crisis: Europa y América Latina», organizado por la Universidad Complutense y la Fundación Ramón Areces, que tuvo lugar el 16 de julio de 2013 en Madrid.

<sup>2</sup> Alberola, Trucharte y Vega (2013) revisan la experiencia española con las provisiones dinámicas para reflexionar sobre el papel de los bancos centrales en la preservación de la estabilidad financiera en la zona del euro.

creada. En el área del euro, sin embargo, aparecieron serios problemas de fragmentación financiera que dieron una dimensión especialmente grave y novedosa a las dificultades de actuación del BCE, derivadas de la singularidad del propio modelo de una política monetaria única que se aplica a 17 Estados que mantienen la plena soberanía en el manejo de los restantes instrumentos de la política económica en los ámbitos fiscales, estructurales y otros, entre los que se encuentran la regulación, supervisión y, en su caso, la reestructuración de sus respectivos sistemas financieros.

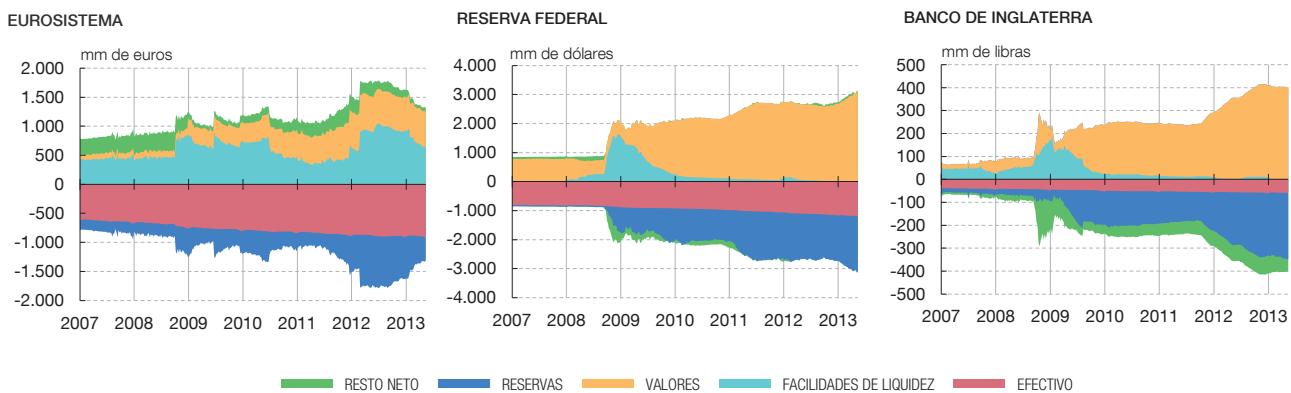
La fragmentación de los mercados financieros del área del euro estuvo ligada también a la percepción de las insuficiencias del marco institucional y de gobernanza del diseño original de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que llegaron al punto de suscitar riesgos de ruptura o reversibilidad de la moneda única. En unos mercados financieros fragmentados, los impulsos de la política monetaria no llegan en igual medida a todos los países miembros<sup>3</sup>. El deterioro del mecanismo de transmisión suscitó complejidades muy especiales al BCE.

#### La singularidad del Banco Central Europeo

Es obvio que la capacidad de actuación de los bancos centrales para afrontar los retos que plantea una crisis como la descrita a través de la política monetaria es siempre limitada. La crisis actual tiene componentes estructurales relacionados con la asignación eficiente de los recursos, y distributivos, derivados de las transferencias de rentas entre países o sectores, frente a los cuales la política monetaria no tiene capacidad alguna de actuación. En realidad, la política monetaria ni siquiera tiene la posibilidad de abordar por sí sola y en toda su dimensión los problemas de índole macroeconómica, que son más específicamente su ámbito de actuación, sin el concurso de otras áreas de política económica, como la política presupuestaria, particularmente cuando existen problemas de sobreendeudamiento privado y de sostenibilidad de la deuda pública. Como es bien sabido, incluso para que la política monetaria pueda perseguir con eficacia la estabilidad de los precios es imprescindible que la sostenibilidad de las finanzas públicas asegure la existencia de un régimen de dominancia monetaria. En definitiva, cuando los factores de riesgo proceden de ámbitos ajenos, lo único que la política monetaria puede hacer es, como mucho, comprar tiempo para que los otros componentes de la política económica actúen en la dirección y con la intensidad requeridas.

Estas restricciones son particularmente severas en el caso del BCE, que no tiene un único interlocutor responsable del resto de componentes de la política económica, sino a 17 Estados soberanos que han de responder ante sus respectivos parlamentos nacionales. Esta singularidad tiene especial importancia para las interacciones entre la política monetaria y la política fiscal. En el peculiar diseño de la UEM, el BCE no puede embarcarse en operaciones que puedan implicar mutualización de riesgos o transferencia de rentas entre países miembros que no han sido explícitamente aceptadas por los parlamentos nacionales. El BCE no puede interferir en las transferencias de renta entre países, ni mucho menos suplir las acciones de solidaridad entre Estados miembros que los parlamentos nacionales no están dispuestos a adoptar en el ámbito específico de sus competencias propias. La transferencia de rentas entre países no es una función que pueda asumir un banco central, porque entraría en conflicto con la integridad y la eficacia de la política monetaria y con los requerimientos de legitimidad democrática exigidos por las constituciones de los países miembros y los tratados de la Unión. Los únicos riesgos que el BCE puede asumir son los que se derivan estrictamente del desempeño de los objetivos de política monetaria que tiene encomendados.

3 Véase el recuadro 4.1 del *Informe Anual, 2012* del Banco de España.



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal y Banco de Inglaterra.

### Inyecciones masivas de liquidez

El BCE merece el reconocimiento de haber sido el más rápido en responder con inyecciones inmediatas y masivas de liquidez al repentino aumento de la aversión al riesgo y la extensión indiscriminada de la desconfianza entre los intermediarios financieros que generó la quiebra de Lehman Brothers, que fueron seguidas por otros bancos centrales y que tuvieron un efecto paliativo suficiente para impedir que la ola de parálisis en las transacciones interbancarias desembocase un colapso financiero generalizado<sup>4</sup> (véase gráfico 1). Las medidas de emergencia en el suministro de liquidez permitieron al BCE suplir la práctica desaparición del mercado interbancario colocándose él mismo como el principal actor del mercado monetario, de tal forma que una gran parte de las operaciones que antes se hacían directamente entre los intermediarios financieros pasaron a estar integradas en el propio balance del BCE. Puesto de una manera muy simple, las entidades excedentarias de liquidez preferían depositarla en el BCE a asumir riesgos con otras contrapartidas y, a su vez, el BCE quedaba como prácticamente el único suministrador de liquidez a las entidades deficitarias. El desempeño de esta función desencadenó un importante incremento del tamaño del balance del banco central, que se habría de ir alimentando conforme el desarrollo de la crisis financiera fue cegando otras vías de financiación de las instituciones financieras monetarias en los mercados mayoristas o cuando más adelante, como luego se verá, la crisis del euro cristalizó en un secamiento de la financiación a algunos países vulnerables del área.

Hay que decir que el diseño operativo del BCE estaba particularmente bien equipado para articular este tipo de reacción. Otros bancos centrales tuvieron que modificar sus marcos operativos para aproximarse al del BCE, que actuaba frente a un número muy amplio de contrapartidas y aceptaba una gama muy amplia de colateral. No obstante, también el BCE tuvo que innovar, modificando sus sistemas de subasta de liquidez para hacerlas a tipo de interés fijo y sin límites de cantidad, ampliando la gama de colaterales admisibles y flexibilizando los criterios de admisión, ampliando los plazos de los préstamos de política monetaria y diseñando nuevas facilidades de suministro de liquidez orientadas a satisfacer necesidades específicas, con el fin de intentar que el tono de la política monetaria alcanzase al conjunto de la economía del área. También se acordaron permutas de divisas con otros bancos centrales para poder ofrecer líneas de liquidez en moneda extranjera.

4 Una descripción más detallada de la actuación del BCE, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra entre 2007 y 2009 puede encontrarse en Lenza, Pill y Reichlin (2010).

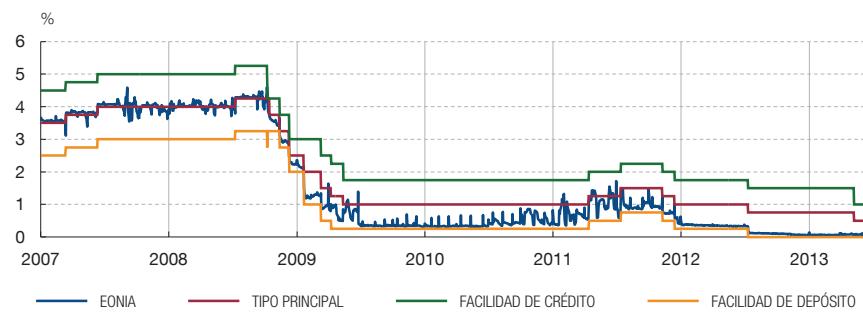
Muchas de estas innovaciones se fueron introduciendo de manera gradual en respuesta a las necesidades que la extensión y la persistencia de la crisis iban suscitando. La flexibilización de la política de colateral ablandó las restricciones de liquidez de los bancos al ofrecerles mayores posibilidades de movilizar y transformar en liquidez activos cuyos mercados estaban paralizados. La prórroga sucesiva de los compromisos temporales de mantenimiento de las subastas sin restricciones y el alargamiento de los plazos de los préstamos de inyección de liquidez, desde los tres meses hasta los tres años, contribuyeron a aliviar la incertidumbre, al proporcionar a los intermediarios seguridad sobre la posibilidad de descansar en las operaciones de refinanciación en el banco central durante períodos de tiempo prolongados.

En la expansión del balance del BCE también desempeñaron un papel relevante las operaciones de adquisición de títulos emitidos tanto por el sector privado como por el público. Se pusieron en marcha dos programas sucesivos de compras de bonos bancarios garantizados (cédulas o equivalentes) y otro de compras en firme de bonos públicos de países en tensión (SMP, Programa para los Mercados de Valores, por sus siglas en inglés) con la limitada finalidad de restablecer la transmisión de la política monetaria. Es cierto que cuando se compara la composición de la expansión del balance del BCE con la de otros bancos centrales durante la crisis (especialmente, con la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón), la diferencia más notable es el menor peso relativo que ha tenido la compra de valores, sobre todo deuda pública, frente al papel mucho más relevante de las operaciones de préstamo a las entidades de crédito (véase gráfico 1). Esta es una diferencia importante que tiene que ver con los rasgos propios iniciales de los marcos operativos, pero sobre todo con la ya mencionada singularidad de BCE como banco central de 17 países.

#### **La expansión monetaria y el límite cero de los tipos de interés**

Las medidas no estándar orientadas a satisfacer el aumento de la preferencia por la liquidez y a facilitar la transmisión del tono de la política monetaria a las decisiones de gasto de los agentes finales se fueron introduciendo en paralelo a una relajación de las condiciones monetarias, en consonancia con la debilidad de la demanda y la actividad de la zona y el anclaje de las expectativas de inflación en línea con el mandato de estabilidad del precios del BCE (véase gráfico 2). El tono extraordinariamente expansivo que fue adoptando la política monetaria pretendía crear unas condiciones más proclives al sostenimiento de la dinámica de gasto privado en inversión y consumo y favorecer los procesos de desapalancamiento en los que muchos agentes se hallaban inmersos. La instrumentación de la relajación monetaria requerida se enfrentó, sin embargo, a dos grandes problemas. Por un lado, el límite en el margen de actuación que surge cuando los tipos de interés de intervención se aproximan a cero y, por otro, la ruptura de la transmisión de la política monetaria como consecuencia de la fragmentación financiera del área.

Cuando las subastas de los préstamos de política monetaria se realizan a tipo de interés fijo y sin límites de cantidades, como ha sido el caso desde el inicio de la crisis, la referencia para la transmisión monetaria viene establecida por la parte inferior del corredor habitual delimitado por las facilidades de depósito y de crédito del BCE, que es la comprendida entre la facilidad de depósito y el tipo de las operaciones de refinanciación del BCE. Desde julio de 2012 el tipo de la facilidad de depósito ha estado situado en cero y el tipo de las operaciones principales de refinanciación bajó al 1 % el 8 de diciembre de 2011, al 0,75 % el 5 de julio de 2012 y al 0,5 % el 2 de mayo de 2013. Los tipos de la facilidad de crédito se han ido moviendo de manera que la amplitud del corredor se ha ido estrechando para evitar poner en negativo el tipo de la facilidad de depósito y mantener una estructura simétrica del corredor en torno al tipo principal de refinanciación. Con estos movimientos de los



FUENTE: Banco Central Europeo.

instrumentos convencionales, el BCE se ha aproximado, como otros bancos centrales, al llamado «límite cero» (*zero lower bound*). La ausencia de riesgos deflacionistas en la zona del euro y las diferencias en el patrón temporal del ciclo, que hizo que el área se enfrentase a la crisis desde una posición inicial con tipos más altos, explican que en la UEM la aproximación al límite se haya realizado más tarde. Más allá de estas diferencias circunstanciales, interesa profundizar en las diferentes modalidades operativas con las que las distintas áreas se han enfrentado a esta restricción y en las razones que subyacen a ellas. Los instrumentos habituales en la literatura para capear esta anómala situación se pueden resumir básicamente en tres: el recurso a tipos de interés negativos, la adopción de una política de guía para el comportamiento futuro de los tipos de interés a corto plazo (*forward guidance*) y la llamada «relajación cuantitativa» (*Quantitative Easing, QE*), considerando tanto la expansión como el cambio en la composición del balance del banco central<sup>5</sup>. Veamos las particularidades específicas del BCE en el recurso a estos instrumentos<sup>6</sup>.

El recurso a tipos de interés negativos ofrece un recorrido limitado y puede introducir algunas distorsiones en el funcionamiento de los mercados monetarios, por lo que ha sido utilizado en muy pocos casos y con un balance poco resolutivo. A pesar de ello, puede constituir una señal poderosa sobre las intenciones de la política monetaria y en el caso de la zona del euro puede ayudar a reequilibrar los incentivos entre entidades o zonas con exceso de liquidez y aquellas con escasez. Por ello, el BCE ha culminado los preparativos para poder recurrir a la fijación de tipos negativos en la facilidad de depósito y ha anunciado que continúa abierto a su posible implementación si la situación lo requiriera, de manera que puede decirse que el recurso a los tipos de interés negativos forma parte del posible arsenal de instrumentos del BCE.

El recurso a la adopción de orientaciones explícitas sobre el comportamiento futuro de los tipos de interés a corto plazo pretende incidir directamente en la formación de expectativas y, por lo tanto, sobre la pendiente de la curva de rendimientos, de manera que abarcando los tipos a largo plazo se generen estímulos al gasto o a la adquisición de activos

5 Bernanke y Reinhart (2004) recogieron estas opciones de política monetaria como fruto del debate a principios de este siglo sobre la problemática japonesa y los temores deflacionistas en Estados Unidos. En ese mismo contexto, Eggertsson y Woodford (2003 y 2004) desarrollaron una justificación teórica del papel crucial que podían desempeñar las expectativas sobre la conducción de la política monetaria cuando el tipo de interés oficial es cercano a cero. En el contexto actual, Woodford (2012) revisa la argumentación teórica disponible y las condiciones bajo las que cabe esperar una mayor efectividad de estas dimensiones no convencionales de la política monetaria.

6 Una descripción comparada de las medidas no convencionales desplegadas por los bancos centrales de los países desarrollados con los objetivos de restituir la función de intermediación del sistema financiero y estimular la economía puede consultarse en FMI (2013).

con riesgo. El caso en el que más se ha avanzado en el uso de este recurso ha sido el de la Reserva Federal, donde se ha pasado de mensajes genéricos sobre el mantenimiento de los tipos de intervención cercanos a cero por el tiempo que fuera necesario a la vinculación de dicho período a algunas referencias cuantitativas relacionadas con el comportamiento del desempleo. Un paso que, sin duda, está vinculado a la singularidad del mandato dual de la Fed, en el que la estabilidad de precios y la lucha contra el desempleo están mencionadas explícitamente. En el caso del BCE, el recurso a esta modalidad se ha traducido en innovaciones importantes en la comunicación. De la reiteración del mensaje sobre la reticencia del BCE a asumir compromisos previos se pasó al énfasis en el mantenimiento de la política monetaria expansiva por el tiempo que fuera necesario. Y en la reunión del 4 de julio de 2013 se adoptó una fórmula explícita de orientación futura añadiendo que el Consejo de Gobierno esperaba que sus tipos de interés de intervención se mantuvieran en los niveles alcanzados, o incluso más bajos, durante un período prolongado de tiempo<sup>7</sup>. Este es, por tanto, uno de los recursos que el BCE está utilizando.

Donde las diferencias son más notables es en el terreno de la llamada «relajación cuantitativa», consistente en la compra masiva de bonos, principalmente públicos, en el mercado secundario con el fin de incidir directamente en los tipos de interés de estos instrumentos y, por lo tanto, también en la pendiente de la curva de rendimientos. Esta modalidad ha sido el principal factor de expansión del balance de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra<sup>8</sup>, como ilustra el gráfico 1. La versión más agresiva de este tipo de actuación ha sido la adoptada recientemente por el Banco de Japón, por la magnitud de los programas de compra anunciados con la finalidad explícita de aumentar la tasa de inflación. Como ya se ha dicho, el BCE ha realizado algunos programas de compra de valores (SMP) que incluyen, en cantidades moderadas y con condiciones estrictas, la compra en firme en el mercado secundario de deuda pública de algunos Estados miembros. Sin embargo, la motivación del recurso a esta modalidad operativa no responde —ni puede responder— a la finalidad de abaratar de forma generalizada el coste de la financiación pública a largo plazo. La singularidad del BCE de ser el banco central de 17 países soberanos le impide embarcarse en operaciones de relajación cuantitativa, como las practicadas por otros bancos centrales, porque ello implicaría asumir directamente la mutualización de riesgos y la posibilidad de realizar transferencias de rentas entre dichos países, no aceptadas ni aprobadas por sus respectivos parlamentos. El objetivo de las posibles compras del BCE de deuda pública en el mercado secundario solo puede estar relacionado con el problema específico del área del euro de su posible fragmentación financiera y la distorsión que esta introduce en la transmisión de la política monetaria<sup>9</sup>.

#### Fragmentación del área del euro y ruptura del mecanismo de transmisión de la política monetaria única

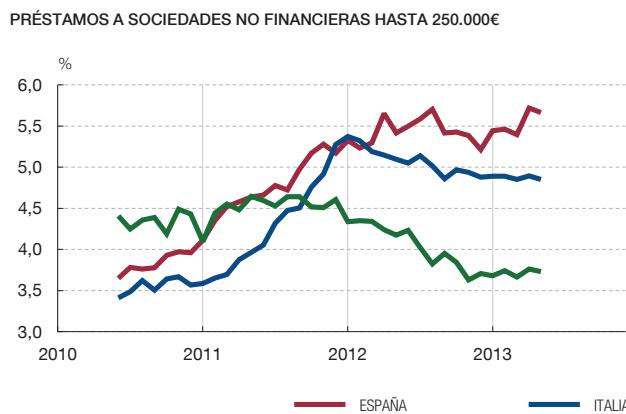
Graves problemas específicos con los que se ha tenido que enfrentar el BCE han sido la fragmentación financiera y las dudas sobre la sostenibilidad de la integración monetaria<sup>10</sup>. Problemas de gran envergadura que han condicionado de forma decisiva toda la política económica del área, y muy singularmente su política monetaria (véase gráfico 3). Muchas de las medidas no estándar adoptadas para atender las voluminosas necesidades

7 En el recuadro del editorial del *Boletín Mensual* del BCE de julio de 2013 se exponen los fundamentos de la decisión del Consejo de Gobierno de ofrecer indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE.

8 Véase Cúrdia y Woodford (2011) para una exposición y justificación teórica de la efectividad de este tipo de medidas.

9 Millaruelo y Del Río (2013) y Cour-Thimann y Winkler (2013) revisan las medidas no convencionales del BCE a lo largo de las distintas fases de la crisis y su vinculación con el marco institucional de la zona del euro y las características de su sistema financiero.

10 Una compilación amplia y un análisis de los indicadores más relevantes de integración financiera en el área del euro pueden encontrarse en el informe de integración financiera del BCE. Véase BCE (2012 y 2013).



FUENTE: Banco Central Europeo.

de liquidez han tenido también como preocupación central la recuperación de la integración perdida y minimizar los riesgos de ruptura del euro. El agravamiento de las tensiones en el verano de 2012 obligó a anunciar la puesta en marcha de mecanismos excepcionales que salieran al paso del círculo vicioso de expectativas con riesgo de autorrealización sobre la ruptura del área. Esta fue la razón del anuncio (y del diseño y preparación) del Programa de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés).

Para entender el papel específico y la capacidad limitada de las operaciones no estándar acometidas por el BCE con el fin de superar la fragmentación financiera del área es imprescindible partir del diagnóstico de la crisis del euro<sup>11</sup>. En síntesis, la crisis tiene una raíz doble. Por un lado, en muchos países los gestores de la política económica no adoptaron las políticas necesarias para garantizar la estabilidad macroeconómica que la pertenencia a la UEM requería; y los mercados financieros, a la vez, fallaron a la hora de penalizar las políticas erróneas y de ejercer la función disciplinadora que se esperaba de ellos. De esta manera, se acumularon importantes desequilibrios que emergieron de forma abrupta cuando la crisis económica puso fin al exuberante crecimiento que había ayudado a ocultar hasta entonces los problemas subyacentes.

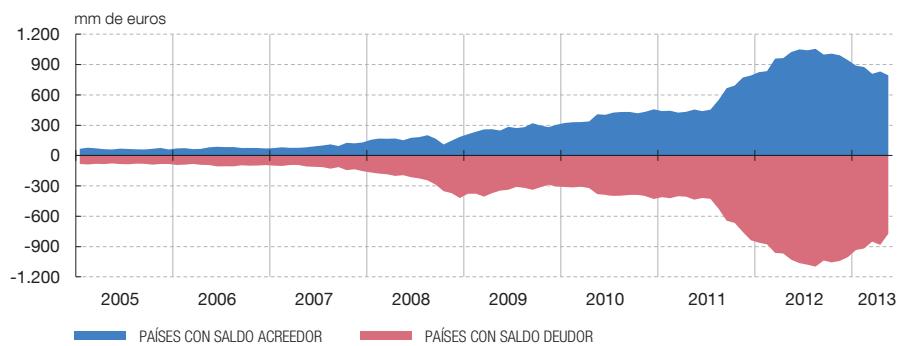
Por otro lado, la crisis ha sido el resultado de un conjunto de debilidades que arrastraba el diseño institucional inicial de la Unión Monetaria. Dicho diseño incluía una política monetaria única, acompañada de una coordinación y vigilancia mutua en otras parcelas de política económica mucho más difusa y escasamente efectiva. El ejemplo más notorio fue la inoperatividad práctica, en el área de la política de estabilidad presupuestaria, del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento. Los instrumentos establecidos para coordinar otras políticas de carácter estructural, regulatorio o financiero eran incluso más débiles. Y a todo ello se añadía la total ausencia de mecanismos apropiados para gestionar las crisis de carácter sistémico que afectasen al conjunto del área, por lo que no fue posible actuar con la presencia necesaria cuando se precipitaron las tensiones. Puede decirse que la UEM era efectivamente monetaria, pero apenas lo era económica.

La magnitud de los desequilibrios que se gestaron, y que hicieron erupción durante la crisis, habla por sí misma de la relevancia de los fallos de diseño de la UEM. Una de las

11 Para más detalle, puede consultarse el capítulo 2 del *Informe Anual, 2012* del Banco de España.

SALDO TARGET2 AGREGADO DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES EN EL EUROSISTEMA

GRÁFICO 4

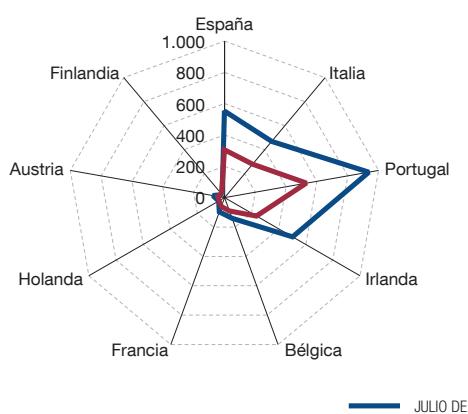
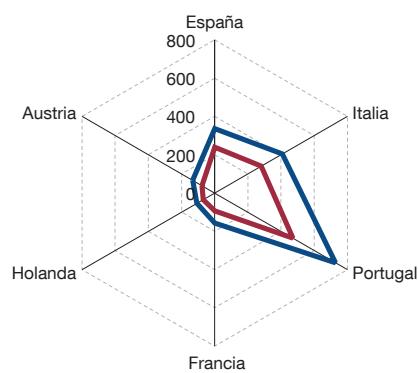


FUENTES: Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.

consecuencias más graves de todo ello fue la activación de un círculo vicioso entre el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, los riesgos financieros y los riesgos de la deuda soberana, que se realimentaron entre sí y se extendieron de unos países vulnerables a otros, con muy poca capacidad de reacción por parte de las autoridades europeas, hasta el punto de que esta espiral negativa llevó a algunos analistas a poner en duda la propia supervivencia del euro, al menos en su configuración y con su perímetro actuales. La perspectiva de que las deudas de algunos Gobiernos y algunas compañías situadas en esos países no se pudieran liquidar en euros había cobrado verosimilitud. Algunos inversores internacionales empezaron a desinvertir en los bonos soberanos de algunos países periféricos o en los títulos emitidos por instituciones privadas domiciliadas en esos mismos países. Alemania se convirtió en el refugio seguro y los fondos se dirigieron hacia allí, ampliando los diferenciales de tipos de interés y secando la disponibilidad de crédito e incrementando su coste, agudizando la fractura financiera del área. La evolución de los saldos Target de los bancos centrales del Eurosistema se convirtió en la prueba más visible de dicha fragmentación (véase gráfico 4).

Esta peligrosa espiral se pudo detener gracias a la acción en un triple frente. Los Gobiernos nacionales más directamente concernidos por los problemas de confianza y credibilidad aceleraron los procesos de ajuste de sus economías y los programas necesarios de reforma estructural. Así, por ejemplo, la aprobación por parte de la Troika de los progresos realizados en Grecia para cumplir su programa tuvo un evidente efecto de relajación de las tensiones de los mercados. Un segundo frente en el que la reacción era necesaria para superar la crisis del euro era en el terreno específico de la política monetaria. Es evidente que la política monetaria no tiene capacidad ni atribuciones para resolver los problemas de fondo que subyacen a la crisis, pero también es evidente que la pasividad del BCE ante la gravedad de las expectativas que se estaban generando y ante la profundidad de la fractura en la transmisión de la política monetaria única habría precipitado un desenlace catastrófico. En tales circunstancias, la activación de medidas extraordinarias que ratificasen el compromiso del BCE con la preservación de la moneda única y con la restauración de la transmisión monetaria resultaba primordial para el desempeño del objetivo de estabilidad monetaria que tiene encomendado. El alcance de los retos planteados justificó la ampliación del menú de las operaciones no estándar de política monetaria al Programa de OMT, que contempla la posibilidad de compraventa de bonos soberanos de los países sometidos a expectativas infundadas de abandono del euro.

Las OMT no se pueden asimilar a los instrumentos específicos de la llamada «relajación cuantitativa». Su finalidad es combatir el riesgo de cola de una eventual ruptura del euro y

DIFERENCIALES SOBERANOS A DIEZ AÑOS  
(en puntos básicos)DIFERENCIALES CDS BANCARIOS A CINCO AÑOS  
(en puntos básicos)

FUENTES: Banco Central Europeo, Datastream y Banco de España.

de bloqueo en la transmisión de la política monetaria a los países periféricos. En coherencia con este enfoque las OMT están sometidas a una fuerte condicionalidad, por lo que no pueden entenderse como un sustituto de los esfuerzos de reforma que han de hacer los países con desequilibrios. Su mero anuncio ha sido muy eficaz en la consecución del objetivo perseguido, como lo reflejan numerosos indicadores financieros y es reconocido de manera general por los analistas (véase gráfico 5).

En todo caso, la solución duradera de los problemas emergidos depende en gran medida de la acción en el tercero de los frentes, que es el que corresponde a las medidas que han de tomar las autoridades europeas para reformar y fortalecer la gobernanza del euro y facilitar el camino desde una unión exclusivamente monetaria hacia una unión económica más genuina, según la hoja de ruta aprobada por el Consejo Europeo, que comprende una unión bancaria, una unión económica, una unión fiscal y un reforzamiento de la legitimidad democrática de todo el proceso, que puede entenderse como una suerte de unión política.

### La unión bancaria

Desde el punto de vista de las actuaciones del BCE, tienen especial relevancia los pasos necesarios para el establecimiento de la unión bancaria, porque afecta muy directamente a los problemas de fragmentación y a los riesgos de ruptura que han distorsionado la transmisión de la política monetaria y porque, además, al propio BCE se le ha asignado el papel del supervisor único, que es uno de los ingredientes fundamentales de dicha unión, junto con el establecimiento de un mecanismo de resolución único y la armonización de los sistemas de garantía de depósitos. La especial arquitectura de la UEM no facilitaba, en principio, la atribución al BCE de las funciones de supervisión bancaria, por más que en muchos países se encuentre incardinada en el banco central. Sin embargo, las razones de urgencia y las dificultades para proceder a una reforma de los tratados que estableciera las provisiones adecuadas para la creación *ex novo* de una institución supervisora única europea aconsejaron aprovechar el margen que ofrecían los tratados actuales para partir de la única institución europea con capacidad e independencia para el desempeño de esta función mediante una interpretación amplia de las funciones que el Consejo Europeo estaba autorizado a conferir al BCE.

El avance rápido hacia la unión bancaria, que fue una de las decisiones más importantes de las autoridades europeas en la esfera del reforzamiento de la UEM para detener la

espiral negativa del verano de 2012, constituía una respuesta ineludible para superar algunas de las graves disfunciones que aquejan al euro. Es necesaria para romper el círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano y conseguir el grado de integración financiera que corresponde a la existencia de una moneda, de manera que los bancos del área se encuentren en igualdad de condiciones para la obtención de recursos de capital y financieros, solo dependiendo de su propia solvencia y modelo de negocio, y no del país en el que estén domiciliados. Estas son condiciones imprescindibles para lograr que una adecuada transmisión de la política monetaria permita que sus impulsos lleguen de forma homogénea a todos los países miembros, aunque ello no quiera decir que los tipos de interés hayan de ser tan uniformes como lo fueron durante el período en el que se gestaron los graves desequilibrios que nos llevaron a esta crisis.

A nadie se le escapa la enorme complejidad del proceso emprendido, pero tampoco nadie debe ignorar lo mucho que se juegan Europa y su proceso de integración en este envite.

28.6.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., C. TRUCHARTE y J. L. VEGA (2013). «Central Banks, Macroprudential Policy and the Spanish Experience», en J. Braude, Z. Eckstein, S. Fischer y K. Flug (eds.), *The Great Recession. Lessons for Central Bankers*, MIT Press, pp. 99-121.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2012). *Financial Integration in Europe*, abril.
- (2013). *Financial Integration in Europe*, abril.
- BANCO DE ESPAÑA (2013). *Informe Anual, 2012*.
- BERNANKE, B. S., y V. R. REINHART (2004). «Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates», *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 94 (2), pp. 85-90.
- COUR-THIMANN, P., y B. WINKLER (2013). *The ECB'S Non-standard Monetary Policy Measures. The Role of Institutional Factors and Financial Structure*, Documento de Trabajo n.º 1528, Banco Central Europeo.
- CÚRDIA, V., y M. WOODFORD (2011). «The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, 58, pp. 54-79.
- EGGERTSSON, G. B., y M. WOODFORD (2003). «The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 34 (1), pp. 139-235.
- (2004). «Policy Options in a Liquidity Trap», *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 94 (2), pp. 76-79.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013). *Unconventional Monetary Policies - Recent Experience and Prospects*, abril.
- LENZA, M., H. PILL y L. REICHLIN (2010). *Monetary Policy in Exceptional Times*, Documento de Trabajo n.º 1253, Banco Central Europeo.
- MILLARUELO, A., y A. DEL RÍO (2013). «Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- WOODFORD, M. (2012). «Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound», 2012 FRB Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, WY.

## EL NUEVO RETO EN MACROECONOMÍA: LA MODELIZACIÓN Y LA MEDICIÓN DE EXPECTATIVAS

Este artículo ha sido elaborado por Olympia Bover y Juan Francisco Jimeno, de la Dirección General del Servicio de Estudios, y por Albert Marcet, del Instituto de Análisis Económico CSIC, ICREA, Barcelona GSE, UAB, MOVE<sup>1</sup>.

### Introducción

Las expectativas desempeñan un papel fundamental en las decisiones de los agentes económicos. Por tanto, el análisis y la evaluación de las políticas económicas deben abordar la cuestión de cómo dichos agentes forman sus expectativas. En principio, cualquier resultado imaginable sobre los efectos de determinadas políticas se podría racionalizar haciendo supuestos arbitrarios sobre la formación de expectativas. Por ello, desde la década de los setenta el enfoque convencional en Macroeconomía ha consistido en imponer fuertes restricciones a este respecto, suponiendo que los agentes económicos forman sus expectativas conociendo cómo se determinan las principales variables macroeconómicas. Esta hipótesis, llamada de «expectativas racionales» (ER), que se originó en Muth (1961) y en Lucas (1972), permite desarrollar modelos macroeconómicos dinámicos lógicamente coherentes y, por tanto, inmunes al problema de la falta de disciplina que suponen supuestos *ad hoc* sobre las expectativas de los agentes.

Sin embargo, la hipótesis de ER no especifica cómo los agentes económicos adquieren el conocimiento que se les supone y no permite explicar todo el proceso de formación de precios. Por ejemplo, bajo esta hipótesis las expectativas de los agentes siempre se verían confirmadas por la realidad y nunca se observarían precios distintos de los esperados. Tampoco permite acomodar de forma natural la posibilidad de que distintos agentes se comporten de forma diferente a la hora de adquirir e interpretar la información disponible (es decir, que tengan «expectativas heterogéneas»).

Por otra parte, tanto en el ámbito académico como en las discusiones sobre políticas económicas, la crisis financiera ha creado cierta controversia sobre la utilidad de modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general (DSGE, por las siglas en inglés) con ER a la hora de entender el funcionamiento de la economía. Una crítica ha sido la no inclusión de fricciones financieras en dichos modelos, mientras que otra sostiene que resulta muy difícil interpretar los cambios observados en los mercados financieros globales como una respuesta racional de los agentes representativos que constituyen la base de los modelos DSGE.

Así, el interés por explorar alternativas a la hipótesis de ER no ha hecho más que crecer en los últimos años. Por ejemplo, la llamada «economía del comportamiento» (*Behavioral Economics*) aboga por especificar que los agentes económicos siguen reglas fijas de comportamiento. Sin embargo, hay muchísima evidencia de que los agentes no forman sus expectativas ni toman decisiones con reglas fijas, sino que siguen ciertos criterios de racionalidad y se adaptan al entorno económico. Además, el supuesto de que los agentes económicos solo siguen reglas fijas no permite entender los efectos de un cambio de política económica, dado que tales efectos dependerán precisamente de cómo cambien las reglas de comportamiento de los agentes económicos<sup>2</sup>.

1 Este artículo sirve de presentación de una iniciativa conjunta entre el Banco de España y MOVE dirigida a impulsar varias actividades de investigación que contribuyan al desarrollo de la modelización y la medición de expectativas en Macroeconomía. La primera de dichas actividades consistió en la celebración de un *workshop* sobre «Expectativas y Macroeconomía», que tuvo lugar los días 10 y 11 de junio de 2013 en Madrid.

2 Chari (2010) proporciona un argumento detallado en este sentido. También sostiene que es posible desarrollar modelos DSGE con hipótesis alternativas a ER que contemplen la capacidad de los agentes económicos de adaptar sus expectativas a cambios de la política económica.

Una forma de relajar el supuesto de ER y al mismo tiempo mantener la racionalidad individual de los agentes económicos consiste en suponer que las expectativas se forman bajo «racionalidad limitada» y «aprendizaje adaptativo» [(expectativas con racionalidad limitada y aprendizaje (ERLA)]. Racionalidad limitada significa que los agentes económicos no conocen ni el comportamiento de otros agentes, ni la distribución de las variables estocásticas relevantes, ni el modelo que determina el comportamiento de las principales variables macroeconómicas, por lo que deben formar sus expectativas a partir de las observaciones empíricas de las que disponen. Aprendizaje adaptativo significa que los agentes económicos intentan aprender de la mejor forma posible, revisando sus expectativas según alguna regla de aprendizaje. Bajo este enfoque se puede analizar el comportamiento de agentes económicos que, aunque no saben exactamente cómo se forman los precios, y, por tanto, no tienen ER en el sentido convencional, son capaces de formular expectativas con un alto grado de acierto y sofisticación sin caer en la arbitrariedad<sup>3</sup>.

Cuando se acepta la posibilidad de que las expectativas no siempre se adecúen a la hipótesis de ER, surgen una serie de cuestiones que los modelos DSGE ignoran y que no solo tienen un interés académico. Por ejemplo: ¿Habría sido posible detectar, evitar o, al menos, amortiguar los efectos de la crisis financiera si se hubiera dispuesto de mejor información sobre las expectativas de los agentes económicos? ¿En qué medida el efecto de determinadas medidas de política económica depende de las expectativas de los agentes y de la velocidad con la que estas se adaptan a la nueva situación? ¿Es posible que las expectativas de los agentes económicos se desvíen persistentemente de ER y qué consecuencias se derivarían de ello para la conducción de políticas económicas?

En este artículo se resumen brevemente algunas conclusiones que pueden derivarse de la literatura sobre ERLA en relación con el análisis macroeconómico y la evaluación de las políticas macroeconómicas, así como los principales temas relacionados con la medición de expectativas para sustentar dichos análisis y evaluaciones bajo supuestos alternativos a ER<sup>4</sup>.

## Expectativas y modelización macroeconómica

Con relación a la modelización macroeconómica, hay, al menos, dos cuestiones fundamentales que el enfoque basado en ERLA ha tratado de dilucidar. La primera se refiere a si el supuesto de ERLA acaba generando los mismos resultados que ER. Si bajo ERLA los agentes económicos siempre convergieran a un ritmo suficientemente rápido hacia ER, entonces basar el análisis macroeconómico en la hipótesis de ER sería una simplificación aproximadamente correcta. No obstante, en muchas situaciones el comportamiento de los agentes con ERLA conduce a que la economía sufra fluctuaciones cíclicas de volatilidad excesiva e, incluso, a veces, un comportamiento caótico. Por ejemplo, puede ocurrir que la economía se estanke durante mucho tiempo en una posición alejada del equilibrio de ER. Y, en estos casos, las políticas fiscal y monetaria que garantizan la estabilidad de un equilibrio alternativo suelen

3 Alternativamente, también se puede suponer que los agentes económicos procesan menos información de la realmente disponible, pero formulan ER dada esa información. Este enfoque se conoce como «inatención racional». Véanse Sims (2003) y Ball, Mankiw y Reis (2005).

4 El artículo no pretende ser una revisión exhaustiva de todos los artículos relevantes. Para una panorámica temprana de esta línea de investigación, véanse Sargent (1993) y Evans y Honkapohja (2001). En cuanto a los resultados más recientes acerca de las aplicaciones empíricas de ERLA y sus consecuencias para la política económica, lamentablemente no se dispone todavía ni de una recopilación organizada ni de una interpretación sistemática. Para contribuir al desarrollo de esta línea de investigación, el Banco de España y MOVE han iniciado la organización de una serie de *workshops* en los que se estudiarán las consecuencias de la modelización de las expectativas para la política económica. El primero de ellos se realizó durante los días 10 y 11 de junio de 2013, bajo el título «Expectativas y Macroeconomía». El programa del seminario y los trabajos presentados están disponibles en el sitio web [http://www.bde.es/bde/en/secciones/sobreelbanco/Conferencias/Workshop\\_on\\_Exp\\_cfb344819aee31.html](http://www.bde.es/bde/en/secciones/sobreelbanco/Conferencias/Workshop_on_Exp_cfb344819aee31.html). Algunos de los trabajos presentados en el *workshop* se citan a lo largo de la breve panorámica sobre la literatura de racionalidad limitada y aprendizaje que sigue a continuación.

ser distintas de las que recomendarían los análisis basados en ER. Concretamente, bajo ERLA la respuesta de los agentes económicos a cambios en la política económica es a menudo mucho más lenta, por lo que los beneficios esperados de una determinada medida de política económica podrían no materializarse en el horizonte relevante en la práctica.

La segunda cuestión se refiere a qué tipo de requisitos de coherencia lógica han de imponerse a agentes heterogéneos que actúan bajo ERLA. La principal razón por la que ER se ha convertido en la base del enfoque convencional es que no deja lugar a ambigüedades, puesto que solo hay una manera explícita en la que se define el concepto de racionalidad. Bajo ERLA hay muchas desviaciones posibles de ER, lo que podría llevar a pensar que adoptar este enfoque abre la puerta a supuestos arbitrarios y a situar la modelización macroeconómica en la «jungla de la irracionalidad». No obstante, la literatura sobre ERLA está haciendo progresos sólidos sobre cómo suponer que los agentes formen sus expectativas distintas a ER de manera que estas resulten coherentes con los principios teóricos habituales y con los datos disponibles.

A este respecto, una primera alternativa consiste en suponer que las reglas de aprendizaje que utilizan los agentes económicos son compatibles con el contexto económico que se está considerando. En este caso, normalmente dichas reglas se eligen de forma que el equilibrio de ER sea un caso especial, lo que permite estudiar si la economía converge hacia el equilibrio de ER<sup>5</sup>. Otra alternativa consiste en suponer que los agentes económicos disponen de distintas reglas de aprendizaje, todas ellas posiblemente válidas, y eligen una de ellas según los criterios habituales del tratamiento de la toma de decisiones que se adopta en Ingeniería y en Estadística<sup>6</sup>. Más recientemente se ha propuesto el concepto de «racionalidad interna», según el cual los agentes son perfectamente racionales por lo que se refiere a la toma de decisiones, pero, dado que no conocen cómo se determinan los precios, usan reglas lógicamente coherentes y que no se pueden rechazar estadísticamente a partir de los datos observados<sup>7</sup>.

Finalmente, como es habitual en la ciencia económica, se requiere que los supuestos utilizados en ERLA sean empíricamente validados tanto desde una perspectiva macroeconómica como microeconómica. En consecuencia, la selección de las reglas de aprendizaje se basa en su capacidad para reproducir las características observadas en las series temporales agregadas de variables financieras o macroeconómicas. También se utilizan los resultados de experimentos en los que los participantes interaccionan en un contexto controlado, lo que permite inferir cómo forman sus expectativas, cómo aprenden de sus errores de predicción y si existe coordinación de las expectativas en el sentido de que una regla de aprendizaje acaba siendo adoptada por todos los participantes<sup>8</sup>. Tanto los resultados obtenidos de la validación macroeconómica como los derivados de experimentos controlados tienden a coincidir con la información que se obtiene de encuestas, que indica que las expectativas adaptativas son una buena aproximación a la formación de expectativas<sup>9</sup> y que dichas expectativas se ajustan más rápidamente cuanto más volátil resulta ser la variable en cuestión, tal y como ocurriría si fueran la solución a un problema de extracción de señales óptimas<sup>10</sup>.

5 Este es el supuesto estándar en la literatura de aprendizaje adaptativo. Véanse, por ejemplo, Marcer y Sargent (1989) y Evans y Honkapohja (2003).

6 Para un resumen, véase Hansen y Sargent (2007).

7 Véase Adam y Marcer (2011).

8 Véanse, por ejemplo, Marimon y Shyam (1993) y Hommes (2013).

9 Véase Roberts (1997).

10 Por ejemplo, Molnar y Repa (2010) encuentran que, en países donde la inflación es más volátil, las expectativas responden con más rapidez a la inflación observada.

## Expectativas y políticas macroeconómicas

Aunque la literatura sobre evaluación de políticas económicas bajo ERLA es amplia y acomoda resultados diversos, es posible extraer algunas conclusiones preliminares sobre cuáles son las variables que se han de tener en cuenta y sobre algunos criterios relevantes para la formulación de políticas macroeconómicas.

Por ejemplo, puesto que bajo ERLA interactúan agentes heterogéneos, en el sentido de que tienen expectativas diversas, que pueden dar lugar a que los precios de los activos se desvén de sus valores fundamentales durante períodos largos de tiempo y que generen fuertes componentes de retroalimentación entre expectativas y precios, la posibilidad de burbujas y ajustes bruscos financieros está mucho más presente que cuando los agentes tienen ER<sup>11</sup>. En estos casos, el análisis debe centrarse en el comportamiento del agente marginal, es decir, en el de aquel que realiza las transacciones últimas que determinan los precios. Y puesto que bajo ERLA los precios de los activos no son exactamente los correspondientes a los valores fundamentales, sino que reflejan las expectativas sobre precios futuros, puede ser necesaria una intervención directa de las autoridades económicas para contener los precios de los activos<sup>12</sup>. Así, por ejemplo, si se quisiera determinar la existencia de una burbuja inmobiliaria, la autoridad económica debería prestar especial atención a las expectativas de los agentes más optimistas que compran las viviendas en cuestión. Es decir, la política económica debería actuar para incidir sobre las expectativas de los compradores marginales que están generando la burbuja, no para controlar el promedio de las expectativas, dado que el agente promedio no es el que compra los activos.

Otra conclusión bastante general que hay que tener en cuenta en la evaluación de cualquier medida de política económica es que bajo ERLA las expectativas se adaptan lentamente<sup>13</sup>. En parte por esta razón, también se suele obtener que bajo ERLA la política monetaria debe responder con mayor intensidad a las variaciones en la inflación que bajo ER, para mostrar claramente que no se va a permitir variabilidad y para ser más convincente sobre la disposición a cumplir su objetivo de inflación<sup>14</sup>. De hecho, puesto que las expectativas determinan si la senda de inflación es estable o inestable, las expectativas deberían estar presentes en reglas à la Taylor, con mayor peso aún que la propia tasa de inflación observada<sup>15</sup>.

Otro resultado bastante general es que, si las expectativas quedan ancladas en un equilibrio indeseado, entonces la política económica debe tener como objetivo principal que las expectativas cambien. Por ejemplo, durante una recesión puede ocurrir que los agentes económicos anticipen una situación deflacionaria duradera en la que, por debajo de un determinado umbral de disminución de los precios, la economía podría caer en una senda divergente de bajo crecimiento de la productividad. En este caso, habría que prestar una especial atención a las expectativas de disminución de rentas o de crecimientos permanentes del desempleo, especialmente perniciosas en estas situaciones<sup>16</sup>. En este contexto,

11 En la mayoría de burbujas financieras se observa que los agentes son más optimistas cuando el precio de los activos en cuestión ha alcanzado su valor máximo. Esto es casi imposible de explicar con un modelo de expectativas racionales que también explique la reversión a la media que se observa en los precios de los activos, reversión que se obtiene de forma genérica bajo ERLA. Véanse, por ejemplo, Piazzesi y Schneider (2009) y Adam y Marcket (2013).

12 Véanse por ejemplo, entre muchos otros, Branch y Evans (2011), Adam, Marcket y Nicolini (2011) y Cáceres-Poveda y Giannitsarou (2008).

13 Algunos autores han mostrado, por ejemplo, que los bajos tipos reales de interés real de los años ochenta se explican por aprendizaje gradual de los efectos de la desinflación de Volker [e.g., Andolfatto y Gomme (2003) y Nunes (2009)].

14 Por ejemplo, véanse Ferrero (2007), Hommes (2013) y Eusepi y Preston (2013).

15 Véanse Bullard y Kaushik (2002) y Evans y Honkapohja (2003).

16 Véase Benhabib, Evans y Honkapohja (2012).

una política fiscal expansiva puede resultar recomendable, siempre que exista margen para ella y el pesimismo de los agentes no esté justificado, ya que, en caso contrario, dicha política solo generaría una tasa de endeudamiento público más elevada y mayor volatilidad cíclica<sup>17</sup>.

## La medición de expectativas

Toda la discusión del apartado anterior confirma que las expectativas son fundamentales para el análisis macroeconómico y la evaluación de políticas económicas, por lo que resulta crucial medir bien estas expectativas. En el análisis macroeconómico se suele hacer un uso extensivo de las encuestas a especialistas dedicados a la predicción económica (*Surveys of Professional Forecasters*), que permiten recopilar las previsiones que estos manejan sobre la evolución de las variables macroeconómicas fundamentales, en las tareas de estimación de la situación corriente de la economía (*nowcasting*) o en ejercicios de previsión económica a corto plazo (*forecasting*)<sup>18</sup>. Si bien esta información resulta muy útil a tales efectos, en general la dispersión de las distintas previsiones disponibles no suele ser muy elevada, puesto que, en su mayor parte y en la mayoría de ocasiones, dichas previsiones se obtienen a partir de metodologías similares y de conjuntos de indicadores públicamente disponibles. Este tipo de información sobre expectativas se usa profusamente en instituciones económicas como bancos centrales y organismos económicos internacionales.

En cualquier caso, la literatura sobre ERLA señala claramente que son las expectativas de los agentes económicos que están realmente realizando transacciones las que son relevantes. El diseño de encuestas para medir expectativas de agentes concretos es un campo de investigación que recientemente ha adquirido un nuevo impulso y ofrece algunos resultados interesantes sobre cómo inferir las expectativas de los agentes económicos, tanto sobre sus propias situaciones (como, por ejemplo, *su salario, su situación laboral o el precio de sus activos*) como sobre variables macroeconómicas agregadas (tales como la inflación, el desempleo o los precios de la vivienda, en general)<sup>19</sup>. En ambos casos, es preferible que las expectativas se extraigan mediante preguntas cuantitativas, en lugar de cualitativas, y bajo la forma de medidas probabilísticas que proporcionen información sobre el grado de incertidumbre inherente en ellas. La formulación de las expectativas en indicadores cuantitativos y probabilísticos permite la comparación entre distintas personas y a lo largo del tiempo, así como comprobar fácilmente la coherencia lógica de dichas expectativas. Sin embargo, no siempre resulta sencillo traducir la información sobre expectativas e incertidumbre acerca de variables económicas en una pregunta fácilmente entendible por todos los agentes<sup>20</sup>.

En cualquier caso, la experiencia con algunas encuestas recientes que han seguido este enfoque ya ha empezado a ofrecer resultados interesantes. Por ejemplo, se observa que la heterogeneidad de las expectativas es muy elevada, lo que es contradictorio con ER y con el hecho de que la información está públicamente disponible. También se observa que,

17 Véanse Caprioli (2009) y Karantounias (2013).

18 Tanto si se interpreta como una señal «imperfecta» o como información adicional sobre el tipo de perturbaciones que afectan a la economía, es posible incorporar esta información a modelos DSGE para mejorar la predicción económica y realizar ejercicios de evaluación de políticas. Véanse Del Negro y Schorfheide (2012) y Smets, Warne y Wouters (2013).

19 Este impulso se origina en el trabajo seminal de Manski (2004).

20 En el cuestionario de la *Encuesta Financiera de las Familias-2011* se incluyeron preguntas sobre las expectativas de los hogares acerca del precio de su vivienda que permitirían analizar mejor la situación del mercado inmobiliario y sus decisiones de consumo y ahorro. También se incluyeron preguntas a los desempleados acerca de su probabilidad de encontrar trabajo y, a los empleados, acerca de la probabilidad de perder su empleo, en el plazo de un año en ambos casos.

cuando se pregunta a los individuos por su expectativas acerca del precio de las acciones cotizadas en mercados de valores, se obtiene que los agentes más pesimistas declaran una menor tenencia de dichos activos, lo que ayuda a explicar, sin tener que recurrir a la aversión al riesgo, por qué la proporción de agentes que participan en dichos mercados es muy baja<sup>21</sup>. Esta observación está de acuerdo con las predicciones de ERLA y, por lo tanto, refuerza la visión de que los precios de los activos no dependen del promedio de las expectativas, tal y como se ha explicado en el apartado anterior.

Por otra parte, el hecho de que los agentes económicos manifiesten tener unas determinadas expectativas no implica necesariamente que actúen de acuerdo con ellas. No obstante, la evidencia apunta a que, por ejemplo, esta relación entre expectativas de inflación y precios de activos financieros parece estar presente, incluso, cuando la tasa de inflación es baja. Así, en una encuesta realizada por la Reserva Federal de Nueva York, a los encuestados se les pidió que eligieran entre distintas alternativas de inversión cuyos rendimientos dependían de la inflación esperada, y se observó que había una asociación coherente entre las expectativas declaradas y sus elecciones de carteras de inversión, si bien dicha asociación era más difícil de justificar en el caso de encuestados con menor nivel de educación y que habían obtenido menores puntuaciones en test de habilidad y comprensión financiera<sup>22</sup>. Esta observación va en contra de una aplicación mecánica de los principios de la economía del comportamiento.

#### Comentarios finales

El desarrollo de nuevos resultados sobre determinación de variables macroeconómicas en contextos en los que no se cumple el supuesto de expectativas racionales (ER) constituye una de las principales vías de avance en la Macroeconomía moderna<sup>23</sup>. Si bien todavía no se dispone de una teoría general sobre la formación de expectativas, algunos progresos recientes permiten analizar situaciones alternativas en las que los agentes económicos se comportan de forma racional formando sus expectativas en coherencia con la realidad, aun cuando no dispongan del conocimiento completo sobre cómo se determinan las variables económicas. Este análisis está permitiendo establecer algunas conclusiones relativamente sólidas sobre la evaluación de políticas económicas.

La medición empírica de las expectativas también está progresando en línea con esta literatura, proporcionando datos para la validación de modelos y para el diseño de las políticas económicas. Tanto la literatura teórica dedicada a desarrollar modelos dinámicos con agentes que forman expectativas con racionalidad limitada y aprendizaje (ERLA) como los trabajos empíricos que tratan de medir dichas expectativas a través de encuestas trabajan conjuntamente en contrastar la coherencia lógica y empírica de los modelos, aportando nuevos resultados con implicaciones relevantes para la conducción y la evaluación de políticas macroeconómicas.

Las autoridades económicas son cada vez más conscientes de que han de tratar con sistemas complejos, cada vez más sujetos a fluctuaciones inesperadas que son el resultado de cambios en dichas expectativas. Su arsenal de instrumentos para el análisis, la predicción y la evaluación puede enriquecerse con una mayor aportación de los avances que se están produciendo en la modelización y en la medición de las expectativas de los agentes económicos.

15.7.2013.

21 Véanse Dominitz y Manski (2007) y Hurd *et al.* (2011).

22 Véase Armantier *et al.* (2011).

23 En palabras de Woodford (2011), «La Macroeconomía del futuro [...] se construirá sobre los avances en modelización de las últimas décadas, en lugar de declararlas un camino equivocado. Pero, a su vez, tendrá que ir más allá de la metodología convencional de finales del siglo XX».

## BIBLIOGRAFÍA

- ADAM, K., y A. MARCET (2011). «Internal Rationality and Asset Prices», *Journal of Economic Theory*.  
— (2013). «Booms and Busts in Asset Prices», working paper, Workshop BdE/MOVE.
- ADAM, K., A. MARCET y J.P. NICOLINI (2011). *Stock Market Volatility and Learning*, CEP Discussion Papers 1077, Centre for Economic Performance, LSE.
- ANDOLFATTO, D. A., y P. GOMME (2003). «Monetary Policy Regimes and Beliefs», *International Economic Review*, 44 (1), pp. 1-30.
- ARMANTIER, O., W. BRUINE DE BRUIN, G. TOPA, W. VAN DER KLAUW y B. ZAFAR (2011). *Inflation Expectations and Behavior: Do Survey Respondents Act on Their Beliefs?*, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York.
- ASSENZA, T., P. HEEMEIJER, C. HOMMES y D. MASSARO (2013). «Individual Expectations and Aggregate Macro Behavior», working paper, Workshop BdE/MOVE.
- BALL, L., N. G. MANKIW y R. REIS (2005). «Monetary policy for inattentive economies», *Journal of Monetary Economics*, 52 (4), pp. 703-725.
- BENHABIB, J., G. W. EVANS, y S. HONKAPOHJA (2012). Liquidity Traps and Expectation Dynamics: Fiscal Stimulus or Fiscal Austerity?, working paper, Workshop BdE/MOVE.
- BRANCH, W. A., y G. W. EVANS (2011). Learning about Risk and Return: A Simple Model of Bubbles and Crashes, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3 (3), pp. 159-191.
- BULLARD, J., y M. KAUSHIK (2002). «Learning about monetary policy rules», *Journal of Monetary Economics*, 49 (6), pp. 1105-1129.
- CAPRIOLI, F. (2009). *Tax Smoothing, Learning and Debt Volatility*, working paper.
- CÁRCELES-POVEDA, E., y C. GIANNITSAROU (2008). «Asset Pricing with Adaptive Learning», *Review of Economic Dynamics*, 11 (3), pp. 629-651.
- CHARI, V. V. (2010). *Testimony before the Committee on Science and Technology, Subcommittee on Investigations and Oversight, U.S. House of Representatives*.
- DEL NEGRO, M., y F. SCHORFHEIDE (2012). *DSGE Model-Based Forecasting*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report n.º 554.
- DOMINITZ, J., y C.F. MANSKI (2007). «Expected equity returns and portfolio choice: evidence from the Health and Retirement Study», *Journal of the European Economic Association*, vol. 5, n.º 2-3. Papers and Proceeding, pp. 369-379.
- EUSEPI, S., y B. PRESTON (2013). *Fiscal Foundations of Inflation: Imperfect Knowledge*, Working paper.
- EVANS, G. W., y S. HONKAPOHJA (2001). *Learning and Expectations in Macroeconomics*, Princeton University Press.  
— (2003). «Expectations and the Stability Problem for Optimal Monetary Policies», *Review of Economic Studies*, 70, pp. 807-824.
- FERRERO, G. (2007). «Monetary policy, learning and the speed of convergence», *Journal of Economic Dynamics and Control*, 31(9), pp. 3006-3041.
- HANSEN, L. P., y T. J. SARGENT (2007). *Robustness*, Princeton University Press.
- HOMMES, C. (2013). *Behavioral Rationality and Heterogeneous Expectations in Complex Economic Systems*, Cambridge University Press.
- HURD, M., M. VAN ROOIJ, y J. WINTER (2011). «Stock Market Expectations of Dutch Households», *Journal of Applied Econometrics*, 26, pp. 416-436.
- KARANTOUNIAS, A. (2013). «Managing pessimistic expectations and fiscal policy», *Theoretical Economics*, vol. 8, n.º 1, enero.
- LUCAS, R. E. (1972). «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of Economic Theory*, 4, pp. 103-124.
- MANSKI, C. F. (2004). «Measuring Expectations», *Econometrica*, 72 (5), pp. 1329-1376.
- MARCET, A., y T. J. SARGENT (1989). «Convergence of Least-Squares Learning in Environments with Hidden State Variables and Private Information», *Journal of Political Economy*, 97 (6), pp. 1306-1322.
- MARIMON, R., y S. SHYAM (1993). «Indeterminacy of Equilibria in a Hyperinflationary World: Experimental Evidence», *Econometrica*, 61 (5), pp. 1073-1107.
- MOLNAR, K., y Z. REPPA (2010). «Economic Stability and the Responsiveness of Inflation Expectations», Working paper, Workshop BdE/MOVE.
- MUTH, R. F. (1961). «Rational Expectations and the Theory of Price Movements», *Econometrica*, 29, pp. 315-335.
- NUNES, R. (2009). «Learning the Inflation Target», *Macroeconomic Dynamics*, 13 (02), pp. 167-188.
- PIAZZESI, M., y M. SCHNEIDER (2009). «Momentum Traders in the Housing Market: Survey Evidence and a Search Model», *American Economic Review, Papers & Proceedings*, 99, pp. 406-411.
- ROBERTS, J. M. (1997). «Is inflation sticky?», *Journal of Monetary Economics*, 39 (2), pp. 173-196.
- SARGENT, T. J. (1993). *Bounded Rationality in Macroeconomics*, Clarendon Press, Oxford.
- SARGENT, T., N. WILLIAMS y T. ZHA (2009). «The Conquest of South American Inflation», *Journal of Political Economy*, 117 (2), pp. 211-256.
- SIMS, C. A. (2003). «Implications of Rational Inattention», *Journal of Monetary Economics*, 50 (3), pp. 665-690.
- SMETS, F., A. WARNE y R. WOUTERS (2013). «Professional Forecasters and the Real-Time Forecasting Performance of an Estimated New Keynesian Model for the Euro Area», manuscrito.
- WOODFORD, M. (2011). «A Response to John Kay», post at INET blog, octubre.



Este artículo ha sido elaborado por Carmen Carrasco y Luis Orgaz, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

La crisis ha supuesto el resurgimiento del Fondo Monetario Internacional (FMI) como institución canalizadora del apoyo financiero multilateral a los países con dificultades de pagos, lo que lleva aparejado un renovado protagonismo en la arquitectura financiera internacional. Este resurgimiento se observa en el número de programas de apoyo aprobados por el FMI a partir de 2008, en la cuantía total de los recursos asociados a dichos programas y en el tipo de países destinatarios de los programas, a los que se han sumado varias economías avanzadas de renta per cápita elevada, un grupo que, durante las últimas décadas, no había precisado apoyo multilateral.

Para cualquier país, la decisión de recurrir al FMI es compleja y controvertida, y en ella intervienen consideraciones de muy diferente tipo. Desde el punto de vista económico un programa con el FMI lleva asociada, en principio, financiación externa por parte de dicha institución, y a menor coste que la que proporcionan los mercados financieros, si es que el país tiene acceso a estos. Además, el programa estará asociado a medidas de política económica y reformas diseñadas con el sello del FMI, beneficiándose de la capacidad analítica y la larga experiencia de esta institución. En sentido contrario, puede argumentarse, por ejemplo, que la firma de un programa con el FMI contribuye a señalizar los problemas existentes y a que el país quede «estigmatizado» como país dudoso, incluso mucho después de la firma del programa.

Sobre este trasfondo, y como referencia, cabe preguntarse por la valoración que hacen las agencias de calificación crediticia, o de *rating*, de este tipo de programas. La respuesta a esta pregunta puede hacerse desde diferentes perspectivas. Una primera aproximación consiste en remitirse a las metodologías de evaluación del riesgo soberano de las agencias de *rating*, y analizar con detalle cómo se incorporan en ellas los programas de apoyo externo multilateral, típicamente los del FMI. En la terminología de las agencias se utiliza con frecuencia la expresión *credit-positive*, o *credit-negative*, para referirse a un acontecimiento que mejora, o empeora, la percepción de solvencia de un determinado Estado y, por tanto, su *rating* soberano. Partiendo de esta diferenciación, en la primera parte de este artículo se intenta determinar si, en las metodologías de evaluación de riesgo soberano, la adopción por parte de un país de un programa con el FMI es considerada, *a priori*, como *credit positive* o como *credit negative*.

Por otro lado, la consideración por las agencias de los programas del FMI también puede abordarse desde la perspectiva factual, como se hace en la segunda parte del artículo, analizando cómo han evolucionado en la práctica los *ratings* soberanos de los países que han firmado ese tipo de programas e intentando identificar tendencias en sus variaciones. Para ello se ha realizado un ejercicio consistente en computar los *ratings* soberanos de los países que han firmado programas con el FMI en el transcurso de las tres últimas décadas, tanto en el año previo a la firma como hasta transcurridos tres años desde estas. El ejercicio permite obtener información sobre la distribución por escalones de *rating* de los países firmantes de programas. También se intenta aproximar si a lo largo del período

<sup>1</sup> Los autores agradecen el apoyo técnico de Begoña Lara y de Irma Alonso.

## Metodologías de evaluación del rating soberano y el tratamiento de los programas de apoyo externo multilateral

analizado —1984-2012— los países con programas del FMI muestran una evolución de sus calificaciones de *rating* soberano diferente a la de los países sin programa. El período de análisis se descompone en dos etapas para intentar calibrar si algunas tendencias identificadas en los movimientos de los *ratings* de los países con programas del FMI se han alterado en la última etapa de crisis 2008-2012. Debe precisarse, por último, que en ningún caso se intenta evaluar si las calificaciones soberanas de las agencias reflejan plena y correctamente la verdadera solvencia de los países.

Las tres agencias de *rating* cuyas calificaciones son más utilizadas —Moody's, Standard & Poor's (S&P) y Fitch— coinciden en definir la calificación o *rating* soberano como una evaluación no solo de la capacidad, sino también de la voluntad de un Estado para hacer frente al pago de sus obligaciones frente al sector privado. De esta definición se derivan tres especificidades, que a veces pasan desapercibidas. En primer lugar, el *rating* soberano en moneda extranjera no es lo mismo que el riesgo-país, concepto más amplio que toma en consideración el riesgo soberano pero también otros riesgos que pueden dificultar el pago de la deuda externa del sector privado del país en cuestión, como los de convertibilidad y transferencia. En segundo lugar, el *rating* soberano evalúa únicamente la posibilidad de impago de deuda frente a acreedores privados, y no del impago a otros Gobiernos, acreedores oficiales e instituciones financieras multilaterales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Club de París. Por esta razón, la lista de países que han hecho *default* de su deuda soberana en moneda extranjera según las agencias no es tan extensa<sup>2</sup> como lo sería si se incluyeran los numerosos casos de reestructuración o condonación de la deuda externa pública con acreedores oficiales: por ejemplo, todos los países de la Iniciativa de Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés). Finalmente, la inclusión del componente de voluntad de pago del soberano, y no solo de su capacidad para pagar, se deriva de la constatación de que, en ocasiones, y por diferentes razones, los Estados pueden decidir no hacer frente al pago de sus obligaciones aunque tengan los medios para hacerlo. El historial de pagos constituye un indicador de la voluntad o cultura de pagos de un Estado que las agencias generalmente consideran.

En sus metodologías de evaluación, las tres agencias coinciden en que los valores de determinadas variables económicas no pueden capturar por sí solos el riesgo de impago de la deuda soberana adecuadamente, por lo que incorporan factores cualitativos. De hecho, tanto Moody's como S&P utilizan un método de puntuaciones (*score*), asignando puntuaciones a determinados factores —fortaleza institucional, económica, perfil fiscal...— que luego se combinan entre sí para obtener una puntuación final. Dicha puntuación, o su equivalente en términos de calificación crediticia, es después discutida por un comité de *rating*, que determina la calificación definitiva. Fitch, por su parte, considera factores similares a los anteriores, pero utiliza un modelo econométrico del que se deriva una propuesta de *rating*. El recuadro 1 sintetiza los principales elementos de estas metodologías.

Las calificaciones derivadas del uso de estas metodologías constituyen una clasificación ordinal del riesgo de impago de los soberanos, esto es, informan sobre si se percibe dicho riesgo como mayor o menor, en relación también con el percibido para otros soberanos, estableciendo únicamente un orden. Es solo *a posteriori*, de acuerdo con la

<sup>2</sup> En su historia reciente, las agencias incluyen en sus listas a 19 países: Rusia (1998), Ucrania (2000), Pakistán (1999), Ecuador (1999, 2008), Indonesia (1999, 2000, 2002), Costa de Marfil (2000), Argentina (2001), Moldavia (2002), Paraguay (2003), Uruguay (2003), Nicaragua (2003, 2008), Granada (2004, 2012), Venezuela (2005), República Dominicana (2005), Belice (2006, 2012), Seychelles (2008), Jamaica (2010, 2013), Grecia (2012) y Chipre (2013).

**Moody's**

La metodología consta de tres fases<sup>1</sup>:

- Primera fase: se valoran la *fortaleza económica* y la *fortaleza institucional* del país, determinando ambas su *resistencia económica*, definida como capacidad de absorción de shocks. Tanto la *fortaleza económica* como la *institucional* se puntuán en una escala de cinco escalones, de mayor a menor fortaleza, y una tabla predefinida de doble entrada asocia a cada combinación posible de puntuaciones la puntuación agregada de *resistencia económica*, en una escala también de cinco escalones.
- Segunda fase: se valoran, en la misma escala, otros dos factores —la *fortaleza financiera* del Estado y la *vulnerabilidad a eventos de riesgo*, aproximando este último factor el riesgo de que acontecimientos adversos de diferente carácter supongan una amenaza directa e inminente para el pago de la deuda—. De la combinación de ambas valoraciones se obtiene la puntuación para lo que se denomina «*solidez financiera*».
- Tercera fase: se combinan en una tabla de doble entrada las puntuaciones de *resistencia económica* y de *solidez financiera*. Esta combinación determina un rango de tres escalones en que se situará el *rating* definitivo, que se decide por el comité de *ratings* teniendo en cuenta la comparación con soberanos similares y factores que no hayan sido captados adecuadamente en las fases anteriores.

**Standard & Poor's**

Su metodología valora cinco tipos de perfiles del soberano: 1) el *perfil institucional* y de *efectividad de la gobernanza*; 2) el *perfil*

*económico*, con aspectos relativos a niveles de renta per cápita, perspectivas de crecimiento y diversificación económica; 3) el *perfil externo*, que valora el estatus de la moneda nacional en las transacciones internacionales, la situación de liquidez exterior y el endeudamiento externo; 4) el *perfil fiscal*, que incluye el comportamiento fiscal y margen de maniobra de la política fiscal, por un lado, y la carga de la deuda pública, por otro, y 5) el *perfil monetario*, que mide la flexibilidad, efectividad y credibilidad de la política monetaria. Para cada uno de estos perfiles y sus componentes se asigna una puntuación en una escala de 1 a 6, donde 1 es la mejor puntuación y 6 la peor, basándose en una serie de elementos cuantitativos y cualitativos.

A continuación se obtienen el *perfil institucional-económico* y el *perfil de flexibilidad y desempeño*. El primero es la media de la puntuación institucional y de la puntuación económica, y el segundo es la media de las puntuaciones exterior, fiscal y monetaria. La combinación de las puntuaciones asociadas a estos dos perfiles determina un nivel indicativo de *rating*, al que, en su caso, se aplican factores de ajuste excepcionales para obtener el *rating* soberano definitivo.

**Fitch**

Se utiliza un modelo econométrico, denominado «*Sovereign Rating Model*». Es un modelo de regresión múltiple, estimado por aplicación de mínimos cuadrados ordinarios, sobre un conjunto de 17 variables económico-financieras, agrupadas en cuatro tipos de factores: 1) *macroeconómicos*, como el crecimiento real del PIB y su volatilidad, con un peso en el modelo del 9 %; 2) *finanzas públicas*, con peso del 29 %; 3) *finanzas exteriores*, con peso del 13 %, y 4) *factores estructurales*, como el PIB per cápita y un indicador compuesto de gobernanza, con peso del 49 %.

El modelo genera una puntuación que se traduce en un *rating*. Este *rating* es tenido en cuenta por los analistas como una herramienta relevante, entre otra serie de *inputs* cuantitativos y cualitativos. Finalmente, el *rating* definitivo que resulta del comité puede variar del producido por el modelo.

experiencia histórica, cuando las agencias asocian de modo genérico a cada *rating* una probabilidad de impago, o una pérdida esperada, como en el caso de Moody's. Finalmente, para determinar el *rating* actual, las agencias incorporan previsiones sobre el valor futuro de determinadas variables, o sobre la capacidad de resistencia del soberano a shocks futuros, por lo que sus calificaciones están, o eso se pretende, orientadas hacia el futuro.

El tratamiento del apoyo externo multilateral, y de cómo afecta este a la calificación del *rating* soberano en moneda extranjera, es abordado de forma diferente en las metodologías de evaluación de las distintas agencias. Así, Moody's solo hace una referencia a esta cuestión, al incluir el apoyo externo (oficial o del sector privado) como uno de los elementos

<sup>1</sup> La metodología de evaluación de soberanos de esta agencia aquí resumida está fechada en septiembre de 2008. En diciembre de 2012 Moody's publicó una propuesta de revisión, que está actualmente abierta a comentarios del público, y presumiblemente se adoptará en breve.

que se han de considerar al valorar la posibilidad de acceso a la liquidez externa del soberano, en el apartado de fortaleza financiera. No se hace ninguna valoración<sup>3</sup> al respecto.

En el caso de S&P, se explicita que la participación de un soberano en un programa oficial, como los del FMI, puede afectar a su perfil externo, y que cuando el programa tiene éxito contribuirá a detener su deterioro o a mejorarlo gradualmente, lo que se reflejará en las previsiones de las variables utilizadas para determinar la puntuación de este perfil. Se señalan algunos aspectos positivos de los programas, como la financiación externa a bajo coste, la adopción de políticas que incidan sobre las fuentes de estrés y mejoren los fundamentales económicos, y la asistencia técnica recibida por el país. Se añade también, sin embargo, que la aplicación de los programas no siempre tiene éxito, que en ocasiones se han producido subsecuentemente *defaults* soberanos, y que, en caso de posible reducción significativa en la financiación oficial por incumplimiento de las condiciones asociadas a esta, la puntuación del perfil exterior se reducirá en un nivel (entre el 1 y el 6). Otro perfil al que puede afectar la financiación oficial es el fiscal, y en particular a su componente «carga de la deuda pública». En este caso se postula que, si dicha financiación oficial es concesional, cubre las necesidades de financiación externa oficial en los siguientes dos o tres años y se espera que el Estado cumpla con la condicionalidad asociada, mejorará en un nivel la puntuación de este componente. Cabe concluir, por tanto, que para S&P la existencia de un programa puede mejorar el *rating*, pero también empeorarlo, dependiendo principalmente de que se cumplan o no las condiciones a él asociadas<sup>4</sup>.

Finalmente Fitch hace las siguientes consideraciones exclusivamente cualitativas. En primer lugar, en el apartado de *factores estructurales*, señala que la financiación asociada a un programa puede tener efectos positivos, pero también apunta que la interrupción de la financiación oficial por razones políticas o de otro tipo será negativa para el *rating*. También añade que la ayuda externa oficial de emergencia es una señal de dificultades, por lo que posiblemente el *rating* del país en cuestión se habrá deteriorado en los meses anteriores. En segundo lugar, en el apartado de *finanzas públicas*, se explicita que la pérdida de acceso al mercado de bonos y la existencia de un apoyo externo sujeto a condiciones de política no son coherentes con el mantenimiento de *ratings* en los niveles altos del grado de inversión. Y, por último, en el apartado de *finanzas exteriores*, se señala que la financiación oficial suele ofrecerse en mejores condiciones que las de mercado, pero que, en situaciones en las que los acreedores externos son predominantemente oficiales, los acreedores privados pueden *de facto* quedar subordinados a los acreedores oficiales, lo que es negativo desde el punto de vista del *rating*.

En resumen, de la revisión de las metodologías de soberanos de las agencias de calificación crediticia no se desprende inequívocamente si *a priori* un programa con el FMI es un factor positivo o negativo en su evaluación del riesgo soberano, ni se cuantifican de manera completa sus efectos esperables sobre los *ratings* de los países.

#### **Ratings soberanos de los países firmantes de acuerdos con el FMI**

Para determinar los *ratings* soberanos de los países que han firmado acuerdos de financiación con el FMI e ilustrar la dinámica de su calificación en el año previo a la firma, se han considerado inicialmente todos los programas del FMI firmados desde el 1 de mayo de 1984

3 Tampoco en la propuesta de revisión de su metodología de soberanos, fechada en diciembre de 2012 y aún no vigente (véase nota 1 del Recuadro).

4 Los efectos aquí señalados son los incluidos en la última metodología difundida y aplicada por S&P, con fecha 24 de junio de 2013. En la metodología vigente anteriormente se consideraban también efectos sobre el perfil político, y se incluía un anexo con un ejemplo hipotético donde el cumplimiento o incumplimiento de las condiciones asociadas a un programa determinaba una variación del *rating* de tres escalones, de BB a B, pero estas referencias han desaparecido en la nueva versión.

hasta 31 de diciembre de 2012, un total de 676 acuerdos con 127 países. El ejercicio se ha realizado para las dos agencias de *rating* que históricamente, y aún hoy, califican a un mayor número de soberanos, —Moody's y S&P—, al objeto de que los resultados sean más representativos, y se han incluido en el análisis únicamente aquellos programas en los que el país contaba con *rating* de la agencia correspondiente al menos un año antes de la firma y en el momento de esta. Con ello se ha reducido muy considerablemente el número de casos considerados, pues gran parte de los programas del FMI se han suscrito históricamente con países en desarrollo de renta baja, sin acceso a los mercados internacionales, y por tanto sin calificación soberana; el aumento del número de países con *rating* soberano se ha producido sobre todo desde mediados de los años noventa. Además, del conjunto de programas inicialmente considerado se han eliminado, por sus características especiales, los casos asociados a las *Flexible Credit Lines* (FCL) firmadas a partir de 2009 por México (en cuatro ocasiones), Polonia (tres acuerdos) y Colombia (tres acuerdos). Las FCL son una facilidad crediticia preventiva del FMI, acordadas solo con países de muy sólidos fundamentos y adecuadas políticas, y que están a disposición de los países beneficiarios en el momento en que estos lo requieran. Estas características les apartan de los programas habituales del FMI, cuya concesión está ligada al establecimiento de condiciones con carácter previo, por lo que podrían distorsionar los resultados. Por otra parte, cabe reseñar que en el período de vigencia de estas FCL ninguno de los tres países ha sufrido rebajas de sus *ratings*. En cuanto a mejoras, solo Colombia ha visto subir su calificación en un escalón por Moody's y en dos escalones por S&P.

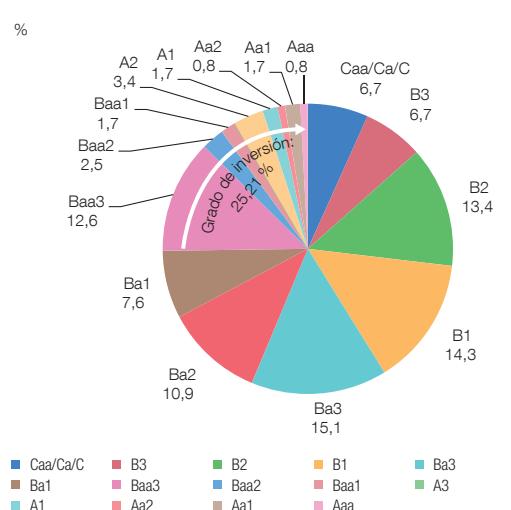
De este modo, el estudio de las calificaciones de Moody's comprende 119 programas relativos a 49 países, mientras que el de S&P comprende 121 acuerdos de 59 países, es decir, cerca de un quinto de la muestra total de programas y menos de la mitad de países. Múltiples países han firmado varios acuerdos a lo largo del período, incluso muchos de los acuerdos han sido consecutivos a otros anteriores, según se explicita posteriormente, pero cada programa se ha considerado un caso independiente.

El rasgo más llamativo que aparece cuando se contabilizan los *ratings* soberanos de los países firmantes de estos programas es la heterogeneidad de las calificaciones. Como recoge el gráfico 1, un año antes de la firma de los programas los *ratings* abarcan prácticamente toda la escala de clasificación, para ambas agencias. Aunque predominan las calificaciones con grado especulativo, también hay países cuya solvencia, *a priori*, era muy elevada —países con máxima calificación incluso. El *rating* medio un año antes de la firma puede calificarse de medio (Ba2 de Moody's y BB- de S&P), a dos y tres escalones del grado de inversión, respectivamente. También son apreciables los porcentajes de programas cuyos países beneficiarios tienen grado de inversión: el 25,2% en el caso de Moody's y el 20,7% en el caso de S&P. Por lo tanto, la necesidad de programas con el FMI no ha quedado circunscrita, en los últimos 30 años, a países de baja o muy baja calidad crediticia, y los *ratings* soberanos elevados no han garantizado que los países no hayan requerido, a un año vista, programas del FMI.

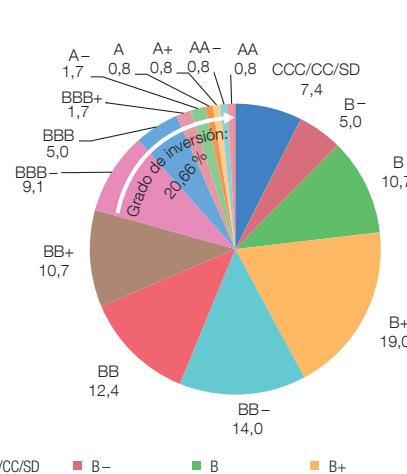
La diversidad de *ratings* persiste en el momento mismo de la firma, si bien se aprecia cierta degradación de las calificaciones respecto a la situación del año anterior, y lo más notable es el descenso del porcentaje de programas destinados a países con grado de inversión, en torno a cinco puntos, hasta el 20,7% para Moody's y hasta el 15,7% para S&P. A pesar de dichos descensos, los porcentajes de programas asociados a países con grado de inversión en el momento de la entrada en vigor de los programas no son desdeñables<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Incluyen, por ejemplo, la A (S&P) y A- (Moody's) de Tailandia en agosto de 1997, la A (S&P) y Aa2 (Moody's) de Irlanda en diciembre de 2010, la A2 (Moody's) de Hungría en noviembre de 2008 y la A1 (Moody's) de Islandia en noviembre de 2008.

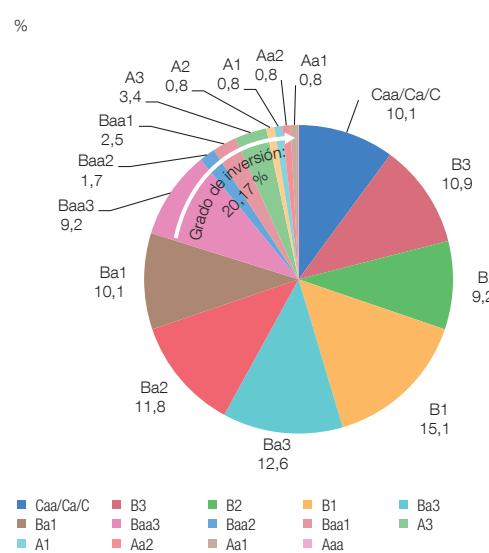
MOODY'S UN AÑO ANTES DEL ACUERDO



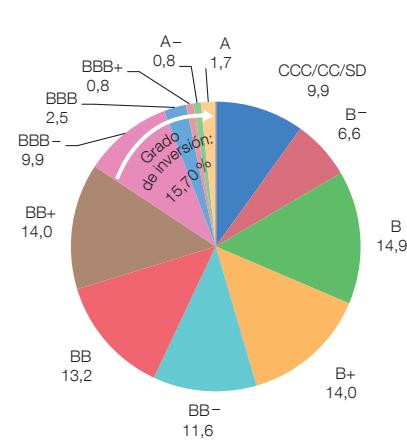
S&amp;P UN AÑO ANTES DEL ACUERDO



MOODY'S EN EL MOMENTO DEL ACUERDO



S&amp;P EN EL MOMENTO DEL ACUERDO



FUENTES: Moody's, S&P, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

Con el fin de hacer operativo el ejercicio, se ha asociado a las conocidas escalas alfabéticas de *ratings* de Moody's y S&P una escala numérica equivalente, donde la diferencia entre cada uno de los escalones es igual a  $1^6$ , lo que permite obtener *ratings* soberanos medios y medias de las variaciones de los *ratings* en los diferentes momentos del tiempo. Así, para cada uno de los programas del FMI se toma en consideración el *rating* soberano en moneda extranjera del país correspondiente en el momento de la entrada en vigor del programa (t0), un año natural antes (t-1), un año después (t1) y tres años más tarde (t3), y se miden sus variaciones entre dichos momentos.

Es cierto, no obstante, que los porcentajes de países con grado de inversión en el total de países calificados por las agencias —55 % en el caso de S&P y 59 % en el caso de Moody's, en ambos casos referidos a 2012— son claramente superiores a los porcentajes señalados en el texto.

6 La calificación AAA se ha asociado al número 24, AA+ al 23, y así sucesivamente hasta la calificación mínima, o la indicativa del *default*.

	Rating t-1	Rating t0	Variación Rating (a)		
			t0 – t-1	t1 – t0	t3 – t0
Moody's	12,62 Ba2 (119)(b)	12,15 Ba3 (119)	<b>-0,47</b> (c) (119)	<b>-0,38</b> (116)	-0,14 (106)
S&P	12,21 BB– (121)	11,65 BB– (121)	<b>-0,55</b> (121)	-0,12 (118)	0,15 (103)
Referencia S&P			-0,011	0,002	0,098

FUENTES: Moody's, S&P, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

a En unidades de escalón, medias de las variaciones de *rating*.

b Entre paréntesis de programas del Fondo Monetario Internacional considerados en cada caso.

c En negrita, casos en los que las medias de las variaciones de *rating* son estadísticamente significativas a un nivel del 5 %.

Además, para valorar estas variaciones en términos relativos a lo sucedido en países que no han firmado programas con el FMI se ha calculado, para el caso de S&P, un *benchmark* o referencia, que refleja el comportamiento general del conjunto de países a los que dicha agencia tenía asignados *ratings* a lo largo de las últimas décadas. Para ello se han utilizado sus matrices de transición a uno y a tres años, que reflejan toda la actividad en *ratings* soberanos de la agencia entre 1975 y 2012. En estas matrices es observable que en períodos de tiempo relativamente cortos como los aquí considerados —uno y tres años— las variaciones de los *ratings* en un determinado país suelen ser escasas<sup>7</sup>, tanto en frecuencia como en intensidad, y las variaciones promedio de los *ratings* de la agencia para el conjunto de países que califica, muy pequeñas. Tras normalizar y ponderar la información contenida en las matrices de transición, la referencia se ha calculado de tal modo que representa el promedio de las variaciones de *rating* que cabría esperar, para países con una distribución por escalones de *rating* igual a la de los países que han firmado acuerdos con el FMI, de acuerdo con la experiencia histórica de S&P<sup>8</sup>; es decir, lo que cabría esperar si no se hubieran acogido a programas del FMI<sup>9</sup>. El resultado, reflejado la fila inferior del cuadro 1, es que la variación promedio del *rating* debería haber sido nula en el plazo de un año y debería haber aumentado apenas una décima de escalón a los tres años. Consiguientemente, las desviaciones entre dichas variaciones y las efectivamente registradas por los países con programas del FMI proporcionan información sobre la incidencia de dichos programas en los *ratings*. También se ha repetido el procedimiento anterior respecto a los porcentajes de mejora, empeoramiento y no variación de *rating* obtenidos de las matrices de transición, obteniéndose así las referencias correspondientes a dichos porcentajes.

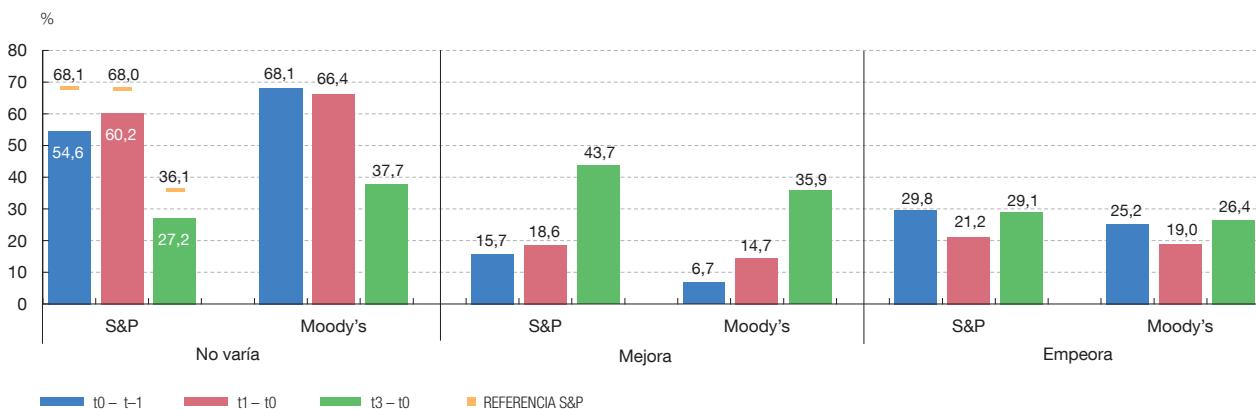
#### EVOLUCIÓN DE LOS RATINGS SOBERANOS (1984-2012)

En el cuadro 1 se especifican los promedios de las variaciones de *rating* para cada período, observándose un descenso de medio escalón de *rating* en el año previo a la firma de los programas con el FMI, para las dos agencias. En el año siguiente a la firma, las variaciones son

7 Tanto más cuanto mejor sea el *rating* del país. Los *ratings* de los países con mejor calificación crediticia son más estables que los de los países con peor *rating*.

8 Las *matrices de transición* recogen, para cada escalón de *rating*, el porcentaje de casos en que el *rating* no varió, y los porcentajes de casos en que el *rating* mejoró o empeoró en uno, dos, o más escalones, en el transcurso de un período de tiempo determinado; para nuestro propósito, uno y tres años. A partir de estas matrices de transición, y utilizando la misma escala numérica antes señalada, se ha calculado el promedio de variación de *rating* en unidades de escalón asociado a cada escalón de *rating*, tanto a uno como a tres años. Finalmente, para calcular la referencia se han ponderado dichas variaciones promedio por el peso de cada escalón de *rating* en el conjunto de países con programas del FMI en los momentos t-1, t0 y t3, respectivamente.

9 Aunque las matrices de transición recogen también las variaciones de los *ratings* de los países con programas del FMI, su número respecto al total de observaciones de las matrices es pequeño, y su efecto sobre los resultados obtenidos, marginal.



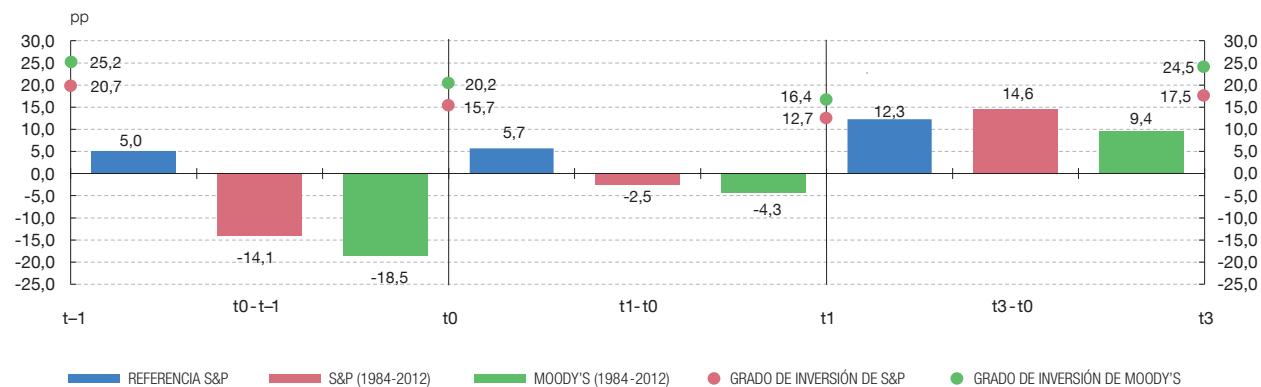
FUENTES: Moody's, S&P, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

también negativas, aunque menos intensas, no siendo significativa estadísticamente en el caso de S&P; y tres años después, las variaciones son igualmente poco intensas y no significativas. Por lo tanto, las limitadas variaciones promedio, en particular para los períodos postprograma, no aportan demasiada información, y son poco útiles para extraer conclusiones.

Más ilustrativo es el análisis en términos de mejoras, empeoramientos y no variaciones de *rating*, que permite aproximar la frecuencia con la que cambian los *ratings* de los países con programas del FMI, y el signo de dichos cambios. Se observa (véase gráfico 2) un elevado porcentaje de casos en los que los *ratings* no varían, tanto en el año previo a la firma como en el año posterior, mientras que las variaciones son más frecuentes a tres años, para las dos agencias. Sin embargo, es destacable la mayor frecuencia de cambios de *rating* en el caso de países con programa que en el caso general, en todos los períodos, según se observa al comparar los datos de S&P con su referencia. También se observa un mayor activismo de S&P que de Moody's, para estos países con programas, en todos los períodos. Por otro lado, los porcentajes de mejora son crecientes en los años posteriores a la firma de los programas, y son muy elevados a los tres años de aquella, el 44 % de los casos para S&P y el 36 % para Moody's. Es igualmente destacable que los empeoramientos se reducen en el año posterior a la firma, para las dos agencias.

Si atendemos a los saldos netos de mejoras menos empeoramientos (véase gráfico 3), es notorio que en el año previo a la firma de los programas hay un claro predominio de los empeoramientos respecto a las mejoras, para las dos agencias, lo que contrasta con lo registrado históricamente por S&P para la totalidad de países que califica, que arroja un saldo neto positivo. En el año posterior se registra una notable estabilización de los saldos netos, aunque siguen siendo ligeramente negativos, mientras que tres años después de la firma predominan ampliamente las mejoras (en el caso de S&P, incluso algo por encima de lo señalado por su referencia a tres años). Por otro lado, la evolución del porcentaje de programas cuyos países destinatarios tenían grado de inversión en los diferentes momentos, también recogidos en el gráfico 3, es coherente con la descrita por los saldos netos, para las dos agencias, con fuerte descenso de dicho porcentaje en el año previo, continuación más moderada de aquél en el año siguiente, y recuperación, situándose de nuevo por encima del registrado en el momento de la firma, tres años después.

En resumen, aunque existe una gran heterogeneidad en el comportamiento de los *ratings* de los países tanto antes como después de la firma de sus programas con el FMI, y aunque



FUENTES: S&P, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

los promedios de las variaciones en los *ratings* son pequeños, es posible identificar algunas regularidades. Una primera es la mayor frecuencia de los cambios de *ratings*, tanto en el período preprograma como en el período posterior. Una segunda tendencia contrastada es la del empeoramiento de los *ratings* en el período anterior a la firma. Este es un resultado en sí mismo poco sorprendente, pues el deterioro de los *ratings* estaría señalizando dificultades en los países que les abocarían finalmente a solicitar el apoyo externo del FMI. No obstante, tampoco es descartable que existan efectos de causalidad inversa, esto es, que las bajadas de *rating* sean en alguna medida un factor que tiende a deteriorar aún más la situación de los países, encareciendo y dificultando su financiación externa, por ejemplo, y haciendo más necesaria la firma misma del programa, cuestión no abordada en este artículo. Otra regularidad observada es que el deterioro de los *ratings* en el año previo tiende a amortiguarse en el año posterior a la firma de un programa con el FMI, siendo menos frecuentes los empeoramientos y más frecuentes las mejoras que en el año previo, aunque el saldo neto sigue siendo ligeramente negativo. Finalmente, transcurridos tres años desde la firma de los programas, período que se corresponde con la duración más frecuente de los programas del FMI, predominan los casos en que los *ratings* han mejorado respecto al asignado en el momento de la firma (e incluso respecto al existente un año antes de esta), aunque es una característica general que también muestra la referencia.

#### EVOLUCIÓN DE LOS RATINGS POR SUBPERÍODOS: 1984-2007 Y 2008-2012

Conviene repetir el análisis distinguiendo dos subperíodos: considerando, por una parte, los programas con el FMI acordados hasta 2007 y, por otro lado, los firmados entre 2008 y 2012, a fin de determinar si la actual crisis ha supuesto una ruptura o cambio en el patrón de comportamiento anterior a aquella. Según se observa en el cuadro 2, en este caso se registran 88 y 82 programas de Moody's y S&P, respectivamente, hasta 2007; y 31 y 39 programas, también respectivamente, para ambas agencias entre 2008 y 2012, lo que refleja el fuerte incremento del apoyo del FMI en este último período. Una primera constatación es que la actual crisis y la necesidad de firma de acuerdos con el FMI se han extendido a países con mejores *ratings* iniciales, algunos de ellos países avanzados, según se observa por el mejor *rating* medio un año antes de la firma en el período de crisis que en el período 1984-2007. El *rating* medio de Moody's —Ba1— se sitúa así a solo un escalón del grado de inversión, y el de S&P —BB— a dos escalones. También sigue verificándose que los *ratings* medios son más bajos en el momento de la firma que un año antes.

De hecho, la variación media negativa de los *ratings* en el año anterior a la firma de los programas se ha exacerbado durante este período de crisis, con caídas que son ahora de

	Rating t-1	Rating t0	Variación Rating (a)		
			t0 – t-1	t1 – t0	t3 – t0
Moody's (1984-2007)	12,17 Ba3 (88) (b)	11,85 Ba3 (88)	<b>-0,32 (c)</b> (88)	-0,18 (88)	0,18 (87)
Moody's (2008-2012)	13,9 Ba1 (31) (b)	13,00 Ba2 (31)	<b>-0,9</b> (31)	<b>-1,00</b> (28)	-1,63 (19)
S&P (1984-2007)	12,06 BB– (82)	11,76 BB– (82)	-0,30 (82)	-0,15 (82)	0,23 (81)
S&P (2008-2012)	12,51 BB (39)	11,44 B+ (39)	<b>-1,08</b> (39)	-0,06 (36)	-0,18 (22)

FUENTES: Moody's, S&P, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

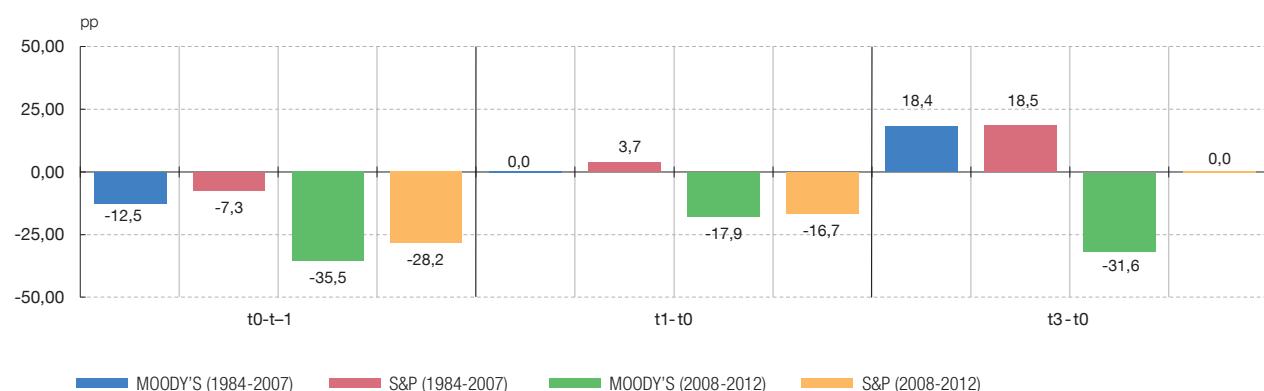
a En unidades de escalón, medias de las variaciones de rating.

b Entre paréntesis, número de programas del Fondo Monetario Internacional considerados en cada caso.

c En negrita, casos en los que las medias de las variaciones de rating son estadísticamente significativas a un nivel del 5 %.

#### SALDO NETO DE MEJORAS Y EMPEORAMIENTOS DE RATING (1984-2007 y 2008-2012)

GRÁFICO 4

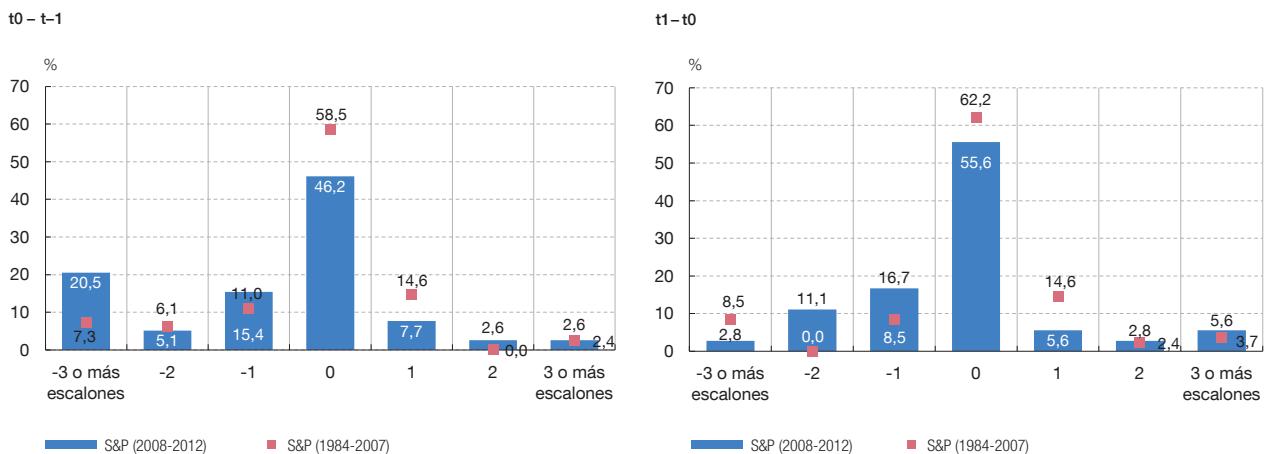


FUENTES: S&P, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

un escalón de rating. Además, en el caso de Moody's esta caída de un escalón se mantiene en el año posterior a la firma del programa, mientras que en el caso de S&P la caída es menor que la del año previo. Finalmente, mientras que en el período 1984-2007 ambas agencias registran una variación positiva del rating tres años después de la firma, en el período de crisis el signo es negativo, y muy marcado en el caso de Moody's.

El análisis a partir de los saldos netos de mejoras y empeoramientos, contenido en el gráfico 4, muestra que tras la Gran Recesión no se han llegado a registrar en el primer año postprograma saldos netos positivos —o al menos, nulos—, circunstancia que sí se verificó en el período histórico anterior a 2007. También se ha roto la tendencia histórica a los saldos netos positivos transcurridos tres años de la firma de los programas, y de manera muy abrupta en el caso de Moody's, aunque el número de observaciones a este plazo es reducido. Es innegable por tanto que, aunque en el comportamiento de los ratings de los países con programas se mantienen algunas pautas recurrentes, su evolución no es independiente de la situación económica global específica que se da en cada momento.

Es igualmente de interés comparar la desagregación de las variaciones de rating por número de escalones en la actual crisis con la registrada anteriormente, tal y como se hace



Descenso de tres o más escalones	Mejoras de tres o más escalones	Descenso de tres o más escalones	Mejoras de tres o más escalones
1984-2007	1984-2007	1984-2007	1984-2007
Turquía (1994), Corea del Sur (1997), Indonesia (1998, 2000), Paraguay (2003), Camerún (2005)	Rusia (1999), Paquistán (2000)	Tailandia (1997), Indonesia (1997) Pakistán (1997), Corea del Sur (1997), Uruguay (2002), República Dominicana (2003)	Indonesia (2000), Paraguay (2003) República Dominicana (2005)
2008-2012	2008-2012	2008-2012	2008-2012
Seychelles (2008), Islandia (2008), Pakistán (2008), Grecia (2010) Jamaica (2010), Irlanda (2010), Portugal (2011), Grecia (2012)	Granada (2010)	Grecia (2010)	Jamaica (2010), Grecia (2012)

FUENTES: S&P, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

en el gráfico 5, con datos de S&P. Lo más destacable de este es el fuerte aumento en el porcentaje de caídas de tres o más escalones registrado en el año previo a la firma de los programas durante la actual crisis, que llega hasta el 20,5 % de los casos. Las caídas muy intensas en un plazo breve de tiempo suelen ir asociadas a crisis no anticipadas, como sin duda lo ha sido la actual. En todo el período 1984-2012, el número de países en que se produjo esta situación fue de 12, de los que 7 corresponden a la actual crisis, y 4 son europeos (Islandia, Grecia, Irlanda y Portugal). Por el contrario, en el año posterior a la firma de los programas, el porcentaje de caídas extremas de rating de la actual crisis, (2,8 % de los casos) es claramente inferior al del período que finaliza en 2007. De hecho, en dicho período casi todas las caídas extremas corresponden a la crisis asiática, con descensos de hasta siete escalones en el caso de Indonesia, cinco en el de Pakistán y cuatro en los de Corea del Sur y Tailandia. En la crisis actual, solo Grecia sufrió un descenso de cuatro escalones en el año posterior a la firma de su programa de 2010, mientras que Islandia, Portugal e Irlanda continuaron viendo rebajarse sus ratings, pero en menor medida: un escalón Islandia y dos escalones Portugal e Irlanda<sup>10</sup>. Puede interpretarse que,

<sup>10</sup> No ha sido así en el caso de Moody's, que en el año posterior a la firma de los programas del FMI, elaborados conjuntamente con las instituciones europeas en el caso de los países del área del euro, redujo el rating de Islandia en cinco escalones, el de Grecia en 2010 en siete escalones, el de Irlanda también en siete escalones y el de Portugal en cinco unidades. De hecho, el rating actual de Moody's de estos países está por debajo del de S&P en cinco escalones en el caso de Grecia, en tres escalones en el caso de Irlanda y en un escalón en el caso de Portugal, mientras que coinciden en el caso de Islandia.

con la excepción ya reseñada de Grecia, los programas del FMI en estos países europeos han tenido durante la actual crisis un efecto más estabilizador, a los ojos de S&P, que el que tuvieron durante la crisis asiática.

#### PROGRAMAS CONSECUKTIVOS

Una cuestión relevante que se debe tener en cuenta al analizar la relación entre programas del FMI y *ratings* soberanos es la repetición sucesiva de programas en un mismo país. Los programas consecutivos, definidos como aquellos que se ponen en marcha en un plazo inferior a un año desde la finalización del programa anterior, pueden interpretarse como continuadores de programas previos fallidos, o incompletos en sus resultados al menos. Esta valoración negativa es sobre todo aplicable en países de renta media o alta, donde el objetivo de los programas suele ser la estabilización económica, mientras que en países de renta baja el objetivo de los programas incorpora también objetivos más estructurales y de largo plazo, y por tanto puede ser más entendible el encadenamiento de programas.

En el período 1984-2012, los programas consecutivos incluidos en el análisis anterior son bastante numerosos: 49 en el caso de Moody's y 44 en el caso de S&P, lo que representa el 41 % y el 36 %, respectivamente, del total de programas considerados para cada agencia. En términos de países, se contabilizan 25 casos para Moody's, de los que seis tienen lugar en el período 2008-2012: Armenia, Bosnia-Herzegovina, El Salvador, Grecia, Rumanía y Ucrania. En el caso de S&P, hay 24 países, correspondiendo cinco al período de crisis: los cuatro últimos citados para Moody's, más Serbia. Como se deriva de la comparación entre el número total de programas y países afectados, en bastantes de estos hay varios programas consecutivos sucesivos, por lo que los períodos en los que los países permanecen bajo la tutela del FMI son en algunos casos muy dilatados. Incluso se registran varios casos —Argentina, Indonesia, Uruguay, República Dominicana, Pakistán y Grecia— donde se produjo además una reestructuración de la deuda soberana.

Por ello, se ha realizado el ejercicio de comparar los *ratings* de países con programas consecutivos también en tres momentos del tiempo: un año antes de la firma de los programas iniciales que posteriormente dieron lugar a programas consecutivos ( $t-1$ ), en el momento de la firma de dicho programa inicial ( $t0$ ), y considerando en este caso tres años después de la firma del último programa consecutivo, que denominamos ahora  $t^*3$ . En este enfoque se considera todo el período de actuación como si fuera un único programa. Los resultados, recogidos en el cuadro 3, señalan caídas medias para las dos agencias de entre 0,6 y 0,9 unidades de escalón en el año anterior y en el año posterior a la firma del programa inicial, superiores por tanto a las registradas para el conjunto de programas en el período 1984-2012. También son peores los saldos netos de mejoras y empeoramientos. Puede interpretarse que los programas que en el año previo a su inicio y en el primer año de su puesta en práctica han registrado peores resultados de *rating* son más susceptibles de requerir a su finalización un programa consecutivo. Por otro lado, también se observa que, aunque hay casos de *default* entre los países con programas consecutivos, en promedio hay una mejora de entre medio escalón (Moody's) y un escalón (S&P) entre el inicio y el final de toda la actuación del FMI, aunque no se puede contrastar esta hipótesis estadísticamente.

#### Conclusiones

Las metodologías de evaluación de riesgo soberano de las agencias de *rating* son el elemento de referencia central a partir del cual estas deben explicar sus calificaciones, y por ello debería requerirse que se explicitaran con mayor detalle las puntuaciones de los diferentes factores y componentes de cada país cuando se varían sus *ratings*. En la misma línea, sería de interés que dichas metodologías contuvieran un grado mínimo de especificación, sistemática y cuantificación de los efectos esperables de los programas del FMI, o apoyo externo multilateral en general, sobre los *ratings*. Sería conveniente también que

Países	Programas iniciales (b)	Variación de rating (a)			
		t0 – t-1	t1 – t0	t3*(d) – t0	
S&P	24	25	<b>-0,72</b>	-0,56	1,06
Mejoras (%)		0,0	16,0	58,8	
Empeoramientos (%)		32,0	32,0	17,7	
Saldo		-32,0	-16,0	41,2	
Moody's	25	26	<b>-0,65</b>	<b>-0,88</b>	0,55
Mejoras (%)		3,9	0,0	45,0	
Empeoramientos (%)		38,5	26,9	30,0	
Saldo		-34,6	-26,9	15,0	

FUENTES: Moody's, S&P, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

- a En unidades de escalón, medias de las variaciones de rating.
- b Programas iniciales que posteriormente dieron lugar a programas consecutivos.
- c En negrita, casos en los que las medias de las variaciones de rating son estadísticamente significativas a un nivel del 5 %.
- d t3\*: Tres años después de la firma del último programa consecutivo.

las metodologías, o la reevaluación obligatoria del rating subsiguiente a la firma de un programa —aunque de ella no se derivara necesariamente una modificación de la calificación—, incluyeran una diferenciación según el tipo de programa acordado con el FMI, pues no son equiparables, por ejemplo, una línea FCL o un acuerdo precautorio y un programa convencional en el que el desembolso de la financiación prevista dependa del cumplimiento de determinadas condiciones.

Con la información disponible se constata que en los últimos treinta años los ratings soberanos de los países que han firmado programas con el FMI son diversos, no se circunscriben a los de baja o muy baja calidad crediticia, y los ratings indicativos de grado de inversión son apreciables, en particular un año antes de la firma de los programas. Los ratings medios se sitúan en los escalones altos del grado especulativo, y además en el período más reciente de crisis 2008-2012 la necesidad de firma de acuerdos con el FMI se ha extendido a países con mejores ratings iniciales, algunos de ellos países avanzados.

Por otro lado, al computar la evolución promedio de las calificaciones soberanas de los países firmantes de programas con el FMI durante el período 1984-2012 no se observan cambios muy sustanciales. El comportamiento más habitual en el plazo de un año es que los ratings no varíen, y cuando estos lo hacen, se registran tanto mejoras como empeoramientos, lo que finalmente arroja variaciones promedio de los ratings de escasa cuantía. Se da una gran heterogeneidad de resultados según los países. Con todo, el análisis realizado ha permitido identificar algunas regularidades. En primer lugar, los ratings soberanos de los países con programas tienden a variar más de lo que lo hacen los de los países con rating similar que no han firmado programas, tanto en el año anterior como en años posteriores a la firma. En segundo lugar, respecto al signo de dichos cambios, se ha observado que la firma de programas viene precedida por un empeoramiento de los ratings, tanto en términos de variación promedio del rating como, de modo más acusado, del saldo neto de mejoras y empeoramientos, ampliamente negativo. Este comportamiento se ha exacerbado durante la actual crisis.

En tercer lugar, se ha constatado que el deterioro de los ratings tiende a frenarse en el año siguiente a la firma de los programas, con promedios de variación generalmente menos

negativos y con saldos netos de mejoras y empeoramientos menos desfavorables que en el período preprograma, regularidad esta última que se repite para todos los períodos considerados. De acuerdo con ello, para las agencias de *rating*, los programas del FMI habrían desempeñado, en términos generales, un papel de amortiguadores del deterioro de la solvencia soberana de los países, aunque durante la actual etapa de crisis han seguido predominando muy claramente los empeoramientos de *rating* sobre las mejoras, a la inversa de lo sucedido hasta 2007. En cuarto lugar, históricamente hay también una tendencia a que los *ratings* sean más elevados tres años después de la firma del programa que en el momento de aquella, e incluso que un año antes, pero esta circunstancia no se está verificando durante la actual crisis. Por consiguiente, la situación económica global específica en que se inscribe la petición de un programa con el FMI es un factor que afecta de manera significativa a los resultados esperables del programa en términos de *rating*.

Por otro lado, la firma de programas consecutivos con el FMI ha sido un fenómeno relativamente frecuente y que ha afectado también a países de renta media y alta, lo que informa desfavorablemente sobre el éxito de los programas iniciales, que muestran mayores caídas de *rating* en el año anterior y en el año posterior a su firma, aunque al final del período de actuación completo del FMI los *ratings* suelen ser mejores que al inicio de aquella.

En resumen, con las salvedades y matizaciones señaladas anteriormente, y en una perspectiva histórica amplia, el análisis de los *ratings* en los países con programas del FMI apuntaría a un cierto carácter estabilizador de estos, si bien los resultados no son muy taxativos. Esta conclusión tentativa no invalida la necesidad de seguir perfeccionando tanto el diseño y la ejecución de dichos programas como su tratamiento metodológico en las evaluaciones soberanas de las agencias de *rating*.

10.7.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- CGFS Papers n.º 43 (2011). «The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions», BIS.
- DEPRÉS, M. (2011). «El comportamiento de los *ratings* crediticios a lo largo del ciclo». *Estabilidad Financiera*, n.º 20, Banco de España.
- ERCE, A. (2012). *Does the IMF's official support affect sovereign bond maturities?*, Documentos de Trabajo, n.º 1231, Banco de España.
- FITCH RATINGS (2012). *Sovereign Rating Criteria*.
- (2012). *Sovereign Rating Model*.
- FMI (2010). «The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings», *Global Financial Stability Report*, capítulo 3, octubre.
- (2012). *2011 Review of Conditionality- Outcomes of Fund Supported Programs*.
- KIFF, J., S. NOWAK y L. SCHUMACHER (2012). «Are Rating Agencies Powerful?» *An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings*, IMF Working Paper WP/12/23.
- MOODY'S (2008). *Rating Methodology. Sovereign Bond Ratings*.
- (2012). *Proposed Refinements to the Sovereign Bond Rating Methodology*.
- MORENO, P. (2012). *La metamorfosis del FMI (2009-2011)*, Civitas Thomson Reuters.
- PACKER, F., y N. TARASHEV (2011). *Rating Methodologies for banks*. BIS Quarterly Review (June 2011).
- STANDARD&POOR'S (2013). *Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions*.
- (2013). *Sovereign Defaults and Rating Transition Data, 2012 Update*.

## Introducción

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

Estas valoraciones han de realizarse de forma prudente y sostenible en el tiempo, con total respeto a las directrices de prudencia que figuran en la regulación específica<sup>2</sup>. Las funciones de homologación, autorización, inscripción en el Registro y supervisión del sector están legalmente asignadas al Banco de España (BE).

En este artículo se describe la actividad realizada en 2012 por las ST<sup>3</sup>, recogiéndose, en el Apéndice estadístico, la información anual agregada de los últimos cuatro años. La actividad de las ST está determinada, fundamentalmente, por el comportamiento del mercado inmobiliario y de la financiación con garantía hipotecaria. Así, en 2012 y con respecto al ejercicio anterior, el número de las tasaciones realizadas descendió un 5 %, con un retroceso en el importe de las valoraciones del 14 %. Las caídas más elevadas en el número de tasaciones efectuadas se registraron en la tipología de terrenos de nivel urbanístico I (15 %), edificios completos de uso residencial (18 %), edificios de oficinas y comerciales (en el entorno del 42 %), y en las valoraciones no inmobiliarias (51 %).

## Actividad de las sociedades de tasación

Las 57 ST activas en 2012 realizaron un total de 739.000 tasaciones, cifra un 5 % inferior a la registrada en 2011, mientras que el valor total tasado, que ascendió a 333 mm de euros, retrocedió a una tasa interanual del 14 %. Sin embargo, la superficie total de los bienes inmuebles valorados en el ejercicio, 486.000 hectáreas, aumentó un 9 % (véanse panel A del gráfico 1 y cuadro A.1).

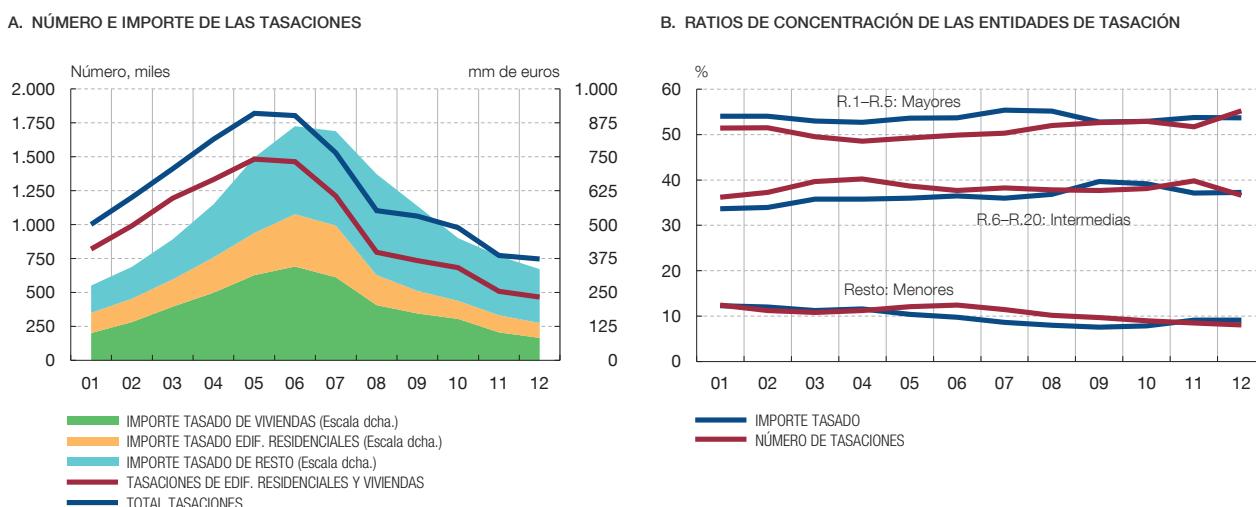
En 2012, la continuidad tanto de la crisis del mercado inmobiliario como de la paralización de la financiación con garantía hipotecaria se reflejó de forma más intensa en las tasaciones de elementos de edificios de tipología vivienda. Así, las valoraciones de estas viviendas descendieron un 10 % en cuanto al número, un 20 % en su valoración y un 8 % en la superficie. Por el contrario, el número de *edificios completos de uso residencial* tasados aumentó un 18 %, retrocediendo el importe valorado un 13 % y la superficie valorada un 3 %.

Las *tasaciones no inmobiliarias* retrocedieron un 51 % en número y un 61 % en importe.

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

2 La valoración de bienes inmuebles, y los informes y certificados que la acrediten, están regulados por la OMECO 805/2003, de 27 de marzo, y por la CBE 3/1998, sobre la información que se ha de rendir al Banco de España, modificada por la CBE 5/2003 y la CBE 2/2009.

3 El sector lo forman las ST y los servicios de tasación de las EC, estando estos últimos autorizados a valorar, exclusivamente, los bienes inmuebles que sirvan de garantía hipotecaria a operaciones crediticias del grupo financiero al que pertenecen. La información recogida en los gráficos y en los cuadros del Apéndice estadístico se refiere al conjunto del sector en lo relativo a la actividad, si bien la producción de los servicios de tasación se hizo absolutamente marginal hace varios años. En 2011 causó baja en el registro del BE el único servicio de tasación que continuaba registrado y que había estado inactivo en los años anteriores. Véase también *Boletín Estadístico*, capítulo 9, «Instituciones Financieras no Monetarias. Subsector “auxiliares financieros”: agente sociedades de tasación» (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest9.html>).



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 1 de julio de 2013.

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

Aunque en 2012 continuó su pérdida de peso tanto en número como en importe, la actividad tasadora continúa concentrada en la valoración de *bienes inmuebles de uso residencial*, ya sean edificios completos o viviendas individuales. Estas tipologías representaron el 62 % del número de tasaciones realizadas y el 41 % del importe total tasado.

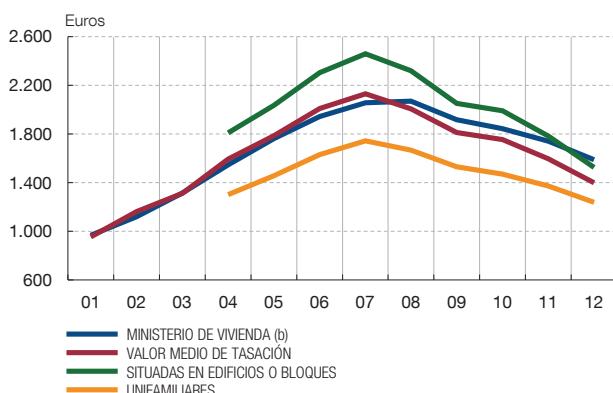
Las tasaciones de *viviendas individuales*, bien sean elementos de edificios o unifamiliares, disminuyeron en el ejercicio su peso relativo respecto al número en 4 puntos porcentuales (pp), y en cuanto al importe, en 2 pp, hasta representar el 59 % del número y el 25 % del importe total valorado en el año. De esta tipología se efectuaron 444.000 tasaciones, por un importe global de 83 mm de euros.

El *valor medio tasado* de las viviendas en edificios descendió un 13 %, hasta los 156.000 euros, 24.000 euros menos que en el año anterior. La superficie media de esta tipología se incrementó ligeramente hasta los 103 m<sup>2</sup>, registrándose una disminución en el precio medio por metro cuadrado<sup>4</sup> del 15 %, hasta los 1.526 euros (véase cuadro A.2). En la tipología de vivienda unifamiliar, el importe medio tasado (268.000 euros) retrocedió un 7 %, con un descenso de precio medio por metro cuadrado del 10 %, mientras que la superficie media se incrementó el 3 %.

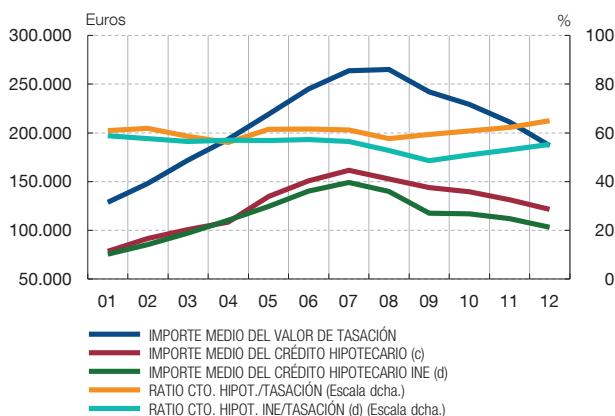
En cuanto a la *metodología de valoración* utilizada en las tasaciones de las viviendas individuales (elementos de edificios y unifamiliares), en 2012 el método de comparación fue aplicado en el 89 % de los casos. A su vez, en el 22 % de las tasaciones de viviendas realizadas por comparación, los tasadores incorporaron la posibilidad de que se produjese una bajada de los precios y aplicaron ajustes para calcular el «valor

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

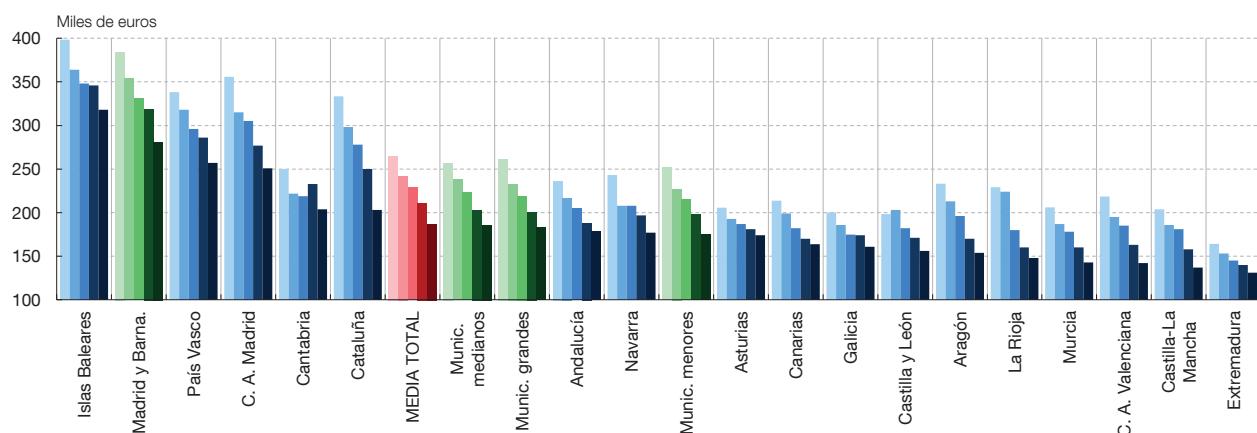
A. VALOR MEDIO DEL METRO CUADRADO



B. VALOR DE TASACIÓN Y FINANCIACIÓN



C. IMPORTE MEDIO DE LA VIVIENDA POR CCAA Y TAMAÑO DE LOS MUNICIPIOS (e) 2007-2011



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Vivienda e Instituto Nacional de Estadística.  
Datos disponibles a 1 de julio de 2013.

- a Datos del conjunto de las ST activas en cada año.
- b La serie de precios utilizada es la media aritmética simple de la serie trimestral de precios del metro cuadrado de la vivienda libre de 1995 a 2011, base 2005, del Ministerio de Vivienda.
- c El crédito hipotecario refleja el importe medio de las nuevas operaciones realizadas en cada ejercicio por las EC, según la información remitida al Banco de España.
- d Basada en las inscripciones registrales de la financiación hipotecaria que publica el INE.
- e Los grupos de municipios de los que se dispone de información, coloreados en verde, son: Madrid y Barcelona; municipios grandes, con más de 500.000 habitantes (Valencia, Zaragoza, Sevilla y Málaga); municipios intermedios, entre 100.000 y 500.000 habitantes; y municipios menores, por debajo de 100.000 habitantes. Las barras se corresponden con el importe de las viviendas individuales tasadas en cada año, de 2008 a 2012, de izquierda a derecha, respectivamente.

hipotecario<sup>5</sup>. La reducción media ponderada de la valoración en dichos ajustes fue del 7,5 %. En el panel A del gráfico 2 se refleja la evolución de los valores medios del metro cuadrado de las viviendas situadas en edificios, de las unifamiliares y del promedio de ambas. Y se recoge, a efectos comparativos, el «precio medio del metro cuadrado de la vivienda libre tasada» publicado por el BE en función de la información del Ministerio de

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

Vivienda<sup>6</sup>. En 2012, continuó el decrecimiento del valor medio atribuido al metro cuadrado en las tasaciones realizadas de viviendas individuales, con una disminución del 12 %. Este retroceso se produjo tanto en las sitas en edificios como en las unifamiliares. Los precios medios recogidos por el Ministerio de Vivienda también manifestaron tasas negativas, con un descenso del 9 % respecto a 2011.

Las viviendas unifamiliares tasadas, con una superficie media de 216 m<sup>2</sup>, resultaron valoradas en un valor medio por metro cuadrado de 1.239 euros. La superficie media de estas viviendas más que duplica la de los pisos, mientras que su valor medio por metro cuadrado es un 19 % inferior. El valor medio en las viviendas unifamiliares fue de 268.000 euros, con un descenso del 7 % respecto al registrado en 2011.

El comportamiento de los créditos hipotecarios para adquisición de vivienda<sup>7</sup> se refleja en el panel B del gráfico 2, que recoge la información facilitada por el INE y la obtenida por el BE. Según ambas fuentes, el préstamo medio otorgado por las EC para adquisición de vivienda por particulares a lo largo de 2012 ha registrado un retroceso de similar magnitud, en el entorno del 7,5 %. El importe medio del valor de tasación se ha reducido en el año un 12 %, por lo que, dada la evolución de los préstamos medios, la relación entre estos y el valor medio de las viviendas tasadas se ha situado en el 55 %, con los datos provenientes del INE, y en el 65 %, con los provenientes del BE.

En 2012 se valoraron 23.000 *edificios completos destinados a uso residencial*, 21.000 de ellos de primera residencia. El incremento en el número de edificios tasados de primera residencia fue del 16 %, mientras que de segunda residencia se registró un incremento bastante más elevado, del 43 %. El valor total de los destinados a primera residencia ascendió a 50 mm de euros, con un retroceso del 12 %, y, en segunda residencia, el valor total tasado ascendió a 5 mm de euros, con un decremento del 26 %. Respecto a la superficie total de esta tipología de inmuebles, en los destinados a primera residencia retrocedió el 1 %, y en segunda, el 21 %. Los valores medios del metro cuadrado en los edificios completos de uso residencial (1.316 €/m<sup>2</sup>) descendieron en 2012, el 11 % en los destinados a primera residencia y el 6 % en los de segunda.

En la rúbrica de los *terrenos*, los de nivel urbanístico I<sup>8</sup> registraron un crecimiento interanual en el número de tasaciones del 15 %, con un decremento del importe total tasado del 30 %, y del 17 % en la superficie total valorada. Ello ha originado que su peso en la actividad del sector en cuanto al valor tasado (67 mm de euros) haya retrocedido hasta el 20 %, con una caída de 5 pp en 2012. El tamaño medio de la unidad valorada disminuyó el 28 %, y el valor medio del metro cuadrado tasado (109 euros por m<sup>2</sup>) registró una variación negativa del 16 %.

El número de valoraciones de *edificios destinados a oficinas* aumentó un 42 %, con un incremento del 40 % en el importe total tasado. El tamaño medio de este tipo de edificios

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

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

8 Nivel I: todos los terrenos que no pertenezcan al nivel II. En los terrenos de nivel II se incluyen los terrenos clasificados como no urbanizables en los que no se permite edificar para usos que no se corresponden con su naturaleza agrícola, forestal o ganadera, o que estén ligados a una explotación económica permitida por la normativa vigente. También, los terrenos clasificados como urbanizables que no estén incluidos en un ámbito de desarrollo del planeamiento urbanístico, o que, estando, no tengan definidas en él las condiciones para su desarrollo.

disminuyó, registrándose una caída del 5 %. En cuanto al valor medio asignado al metro cuadrado (2.183 euros), registró un avance del 4 %. En los *destinados a uso comercial*, las tasaciones realizadas crecieron un 14 %, con un aumento del valor total tasado del 31 %. La superficie media de los edificios comerciales disminuyó un 34 %, hasta 1,58 m<sup>2</sup>, y el valor por metro cuadrado alcanzó los 1.306 euros, con un decrecimiento anual del 8 %.

En los *elementos de edificios destinados a oficinas*, las tasaciones realizadas se incrementaron en cuanto al número el 9 %, mientras que los importes valorados, 4.000 millones de euros, se mantuvieron prácticamente estables. El precio medio tasado por metro cuadrado se redujo un 13 %, hasta los 2.112 euros, cifra un 3 % inferior a la correspondiente a los edificios completos para este mismo uso.

Las tasaciones de *locales comerciales* ubicados en edificios registraron, en 2012, un decrecimiento del 3 % en el número y del 13 % en el importe, situándose el valor medio tasado por metro cuadrado en 1.334 euros, un 22 % inferior al de 2011. La superficie media del local tasado fue de 219 m<sup>2</sup>, un 16 % superior a la del año anterior.

La crisis del sector inmobiliario es la causa de que el peso del número de las *valoraciones intermedias de obra*<sup>9</sup> de los edificios en construcción haya continuado disminuyendo a tasas elevadas, situándose su peso en 2012 en el 4 %, tras una caída interanual del 34 % en el número de las realizadas. Por otra parte, las *actualizaciones*<sup>10</sup> de tasaciones registraron un importante incremento, el número de las realizadas registró un aumento del 31 % y el importe tasado creció un 9 %. Ello fue motivado por la continuación del proceso de valoración de las carteras de financiación con garantía hipotecaria y de los activos inmobiliarios, puestos en marcha por las EC en el marco del saneamiento del sistema financiero español.

Por último, y respecto a la actividad tasadora en 2012, es de destacar un incremento del 115 % del número de los patrimonios valorados, incrementándose su valor un 473 %.

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

El cuadro A.3 muestra la distribución de las tasaciones según el peticionario o demandante y por la *finalidad* a la que se destinarán las valoraciones realizadas, en este último caso, referida a las tasaciones de bienes inmuebles. Las tasaciones asociadas a las operaciones de financiación con garantía hipotecaria, que son requeridas por las EC para el respaldo de las garantías crediticias, han continuado perdiendo peso un año más, situándose en 2012 en el 57 % respecto al número de tasaciones y en el 48 % en relación con el importe, registrando estas variables tasas interanuales negativas del 14 % y 21 %, respectivamente.

Entre el resto de finalidades, es de destacar por segundo año consecutivo el crecimiento de las requeridas por las normas contables de las EC, que aumentaron en número un 85 %, incrementándose su importe el 2 %. Las exigidas a las entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones tuvieron un crecimiento del 3 % en el número, con un aumento del importe total tasado del 14 %. Por último, en las destinadas a otras finalidades se registró un incremento en el número del 8 %, con un retroceso del 5 % en los importes. Con

<sup>9</sup> Las actualizaciones de tasación y las valoraciones intermedias de obra se incluyen en un epígrafe separado y no se agregan en los totales de la actividad ordinaria recogida en los cuadros del Apéndice estadístico.

<sup>10</sup> Una actualización es toda revisión de una tasación anterior emitida por la misma entidad tasadora que realizó la inicial y efectuada antes de que transcurran dos años desde su fecha de emisión, en la que, con referencia a la tasación anterior, se modifiquen las advertencias, los condicionantes o cualquiera de los valores que figuren en ella. El plazo es de tres años en las realizadas para reservas técnicas de seguros (véase artículo 4 de la OM ECO 805/2003).

ello, el peso de esta última finalidad continuó en 2012 el proceso de avance registrado en los últimos años, situándose en el 34 % del número de valoraciones y en el 44 % del importe.

Respecto a la distribución de las valoraciones por *tipología de los peticionarios*, continúa el retroceso (7 %) del número de las solicitadas por las entidades de depósito, con un decrecimiento del importe tasado del 26 %. Respecto al resto de peticionarios, se incrementaron las realizadas por personas jurídicas (29 % en el número y 9 % en el importe), mientras que retrocedieron las peticiones de las compañías de seguros, establecimientos financieros de crédito, sociedades de garantía recíproca, administraciones y organismos públicos, y personas físicas, manteniéndose estables las realizadas por fondos de pensiones e instituciones de inversión colectiva inmobiliaria.

En la distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por *Comunidades Autónomas* (CCAA) y agrupaciones de municipios según su tamaño, que se presentan en el cuadro A.4, se observa que el peso de la actividad tasadora en las cuatro CCAA más pobladas y que concentran el 60 % del total de la población (Andalucía, Cataluña, Madrid y Comunidad Valenciana) continúa representando casi dos tercios de la actividad de tasación de inmuebles en 2012 (60 % del número y 64 % del importe). Con la excepción de Cataluña, Galicia, Navarra y Valencia, en el resto de las CCAA se realizaron menos tasaciones que en 2011, destacando los retrocesos del País Vasco y Cantabria, del 20 % y 17 %, respectivamente.

Respecto al importe de los inmuebles tasados, que disminuyó en todas las comunidades excepto en Canarias, donde se incrementó un 5 %, las caídas más elevadas se registraron en Baleares (34 %), Aragón (23 %), Andalucía (19 %), Valencia (18 %) y Extremadura (17 %), mientras que La Rioja, Castilla-La Mancha y Murcia fueron las que retrocedieron con menor intensidad. Por municipios, agregados estos por el tamaño de su población, las tasas interanuales negativas más elevadas, en cuanto al número de valoraciones realizadas en el año, se registraron en las grandes ciudades —Madrid y Barcelona y otras con más de 500.000 habitantes—, con retrocesos en el entorno del 8 %. Sin embargo, en Madrid y Barcelona el importe tasado aumentó el 1 %, mientras que en el resto de las grandes poblaciones retrocedió el 8 %. En el panel C del gráfico 2 se representa, para los últimos cinco años, el valor medio de todas las viviendas individuales tasadas anualmente, tanto situadas en edificios como unifamiliares, distribuidas por CCAA y por conjuntos de municipios agrupados según su tamaño. El valor medio tasado de la vivienda individual a escala nacional, que inició su descenso en 2009, retrocedió en 2012 a una tasa del 11,5 %. Como se observa en el gráfico señalado, en todos los territorios se ha producido una caída de dichos valores medios. Un comportamiento similar, con una disminución de los valores medios de entre el 8 % y el 9 %, se registró en las 4 agrupaciones de los municipios según su tamaño: Madrid y Barcelona, grandes, medianos y menores.

#### Estructura y concentración del sector y de los clientes

Las sociedades de tasación registradas en el BE al cierre de 2012 ascendían a 57, habiendo realizado todas ellas alguna actividad en el ejercicio. En el año se produjo la baja, por renuncia, de una entidad, Tasaciones y Valoraciones de Galicia.

En 2012, 27 entidades realizaron valoraciones en todas las CCAA, lo que supone un aumento de dos entidades respecto a 2011, en un ejercicio que ha registrado una reducción de la actividad tasadora del 4 %. Con un ámbito de actuación exclusivamente local, regional o concentrando sus tasaciones en pocas CCAA, que normalmente son contiguas, hubo 11 ST. Las restantes entidades tienen una implantación geográfica diversa.

La elevada concentración del sector continuó, correspondiendo en 2012 más del 36 % del número de tasaciones y del importe tasado a las dos tasadoras más grandes. El 55 % de

la actividad del sector, en cuanto al número de tasaciones, es ejecutado por las cinco mayores, cifra que se sitúa en el 53 % respecto al importe total tasado (véase panel B del gráfico 1). A las 15 ST de tamaño intermedio les correspondieron el 40 % de las tasaciones y el 37 % del importe, y las 38 entidades más pequeñas representaron el 9 % del importe total y el 8 % de las tasaciones. Es decir, en 2012 aumentó la cuota de negocio respecto a los importes tasados y el número de tasaciones de las cinco entidades más grandes.

Al final del último ejercicio, el número de *ST participadas por EC*<sup>11</sup> fue de siete<sup>12</sup>, tres menos que el año anterior, tras la venta realizada por varias EC de Tasamadrid, Compañía de Medios y Servicios de Tasación, y Valoraciones y Tasaciones Hipotecarias. En 2012, este grupo de tasadoras relacionadas con EC realizó el 5 % del número de tasaciones, que supuso el 4 % del importe total tasado, y concentró el 7 % de los ingresos ordinarios obtenidos por el sector. En el año anterior, estos pesos se situaron en el 15 %, 10 % y 14 %, respectivamente. El 77 % de los ingresos de estas ST procedió del cliente principal, porcentaje que se eleva hasta el 80 % si se incluyen aquellos clientes que individualmente suponen más del 15 % de la facturación.

En el grupo de 50 ST no participadas por EC, el peso de los ingresos de los clientes con facturación igual o superior al 15 % del total fue del 25 %. En 18 de estas entidades, la dependencia de la facturación de estos clientes significativos fue superior al 50 %, situándose en una media del 84 %. Ahora bien, el peso de este grupo en el número de tasaciones realizadas por el sector y en el importe total tasado es pequeño, situándose en el entorno del 13 % y 9 % de estas magnitudes, respectivamente.

En 2012, el número de tasadoras donde el peso de los clientes significativos se situó entre el 25 % y el 50 % de sus ingresos fue de 12. Su participación en los ingresos totales de las ST ascendió al 27 %, y la dependencia respecto a los clientes principales (facturación  $\geq 15\%$ ) de este grupo se situó en el 32 % de sus ingresos. En el tramo del 15 % al 25 %, hubo nueve tasadoras, con una dependencia del 17 %, cuyos ingresos ascendieron al 9 % de los del sector.

Por último, en 11 ST, que realizaron el 38 % de las tasaciones, con más del 50 % del importe total tasado, y concentraron el 47 % de los ingresos ordinarios del sector, el peso de los ingresos provenientes de los clientes significativos fue inferior al 15 %, con una media del 9 %.

Para el conjunto de las ST, el grado de dependencia respecto de los clientes con peso significativo en sus ingresos se situó en 2012 en el 28 % (25 % si solo se tiene en cuenta el cliente principal), registrándose un descenso de algo más de 2 pp respecto a 2011.

#### Balance y resultados de las sociedades de tasación

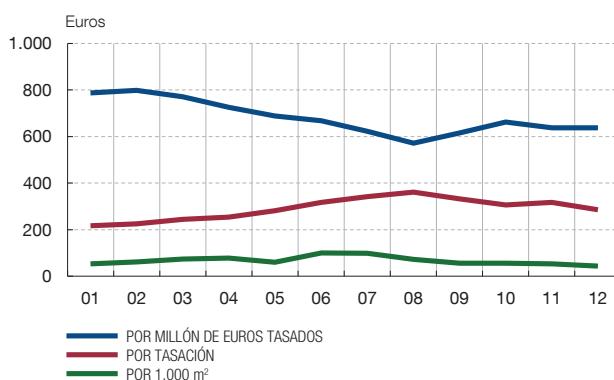
El balance de las ST en 2012, con un activo total al cierre del año de 176 millones de euros, registró un incremento del 2 % respecto al año anterior.

Los ingresos ordinarios del ejercicio ascendieron a 235 millones de euros, con una variación interanual del -11 %, disminuyendo los gastos ordinarios (220 millones de euros) al mismo ritmo. Los resultados de explotación, que se situaron en 15 millones de euros, retrocedieron un 11 %.

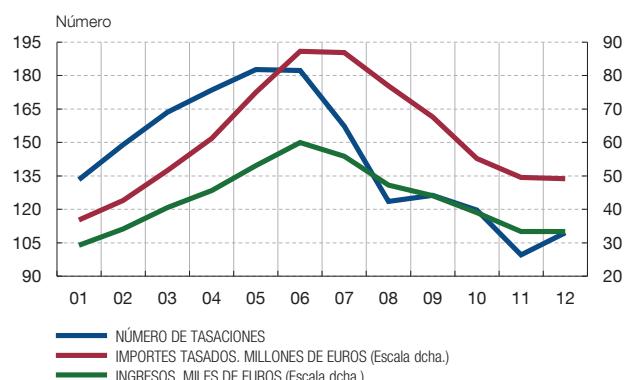
<sup>11</sup> Según la terminología legal, una ST está participada de forma significativa por una o más EC cuando aquella participación alcanza, de forma directa o indirecta, al menos el 15 % del capital o de los derechos de voto de la sociedad, o, sin llegar al porcentaje señalado, permite ejercer una influencia notable en la sociedad.

<sup>12</sup> Global Gestión de Tasaciones, LKS Tasaciones, Sociedad Integral de Valoraciones Automatizadas, Tasaciones Andaluzas, Tasaciones de Bienes Mediterráneo, Tasaciones y Consultoría, y Tasaciones y Valoraciones de Galicia.

## A. INGRESOS MEDIOS POR TASACIÓN INMOBILIARIA



## B. ACTIVIDAD MEDIA POR TASADOR



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 1 de julio de 2013.

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

Los ingresos derivados de las tasaciones de inmuebles cayeron a una tasa ligeramente más alta que la de los ingresos ordinarios (12 %), suponiendo un peso del 91 % de estos. A su vez, su partida más significativa —los ingresos por valoraciones ligadas a la financiación con garantía hipotecaria— disminuyó un 19 %, retrocediendo su participación hasta el 55 % de los ingresos, lo que supuso una pérdida de 5 pp.

Los ingresos procedentes de la prestación de servicios diferentes de la realización de tasaciones disminuyeron el 16 %, y los otros ingresos de explotación se incrementaron el 6 %. En 2012, los ingresos medios por operación han disminuido 31 euros, hasta los 286 euros por tasación, pero se han mantenido constantes respecto al valor de los bienes tasados, situándose en 638 euros por cada millón de euros (véase panel A del gráfico 3). Los ingresos por superficie de los inmuebles valorados disminuyeron ligeramente (10 euros por cada 1.000 m<sup>2</sup>).

Los gastos de personal retrocedieron un 8 %, suponiendo un 27 % de los ingresos ordinarios, con un avance de 1 pp respecto a 2011. El componente más importante de los gastos de las tasadoras, el derivado de la contratación de servicios profesionales externos, registró una tasa interanual del -9 %, con un descenso del 6 % en los pagos a los tasadores externos, que es su rúbrica principal.

El número de tasadores descendió un 12 %, y la actividad media por tasador tuvo la siguiente evolución: el número de tasaciones encargadas aumentó un 10 %; los importes tasados retrocedieron ligeramente, el 1 %, y, por último, los ingresos aportados se mantuvieron estables en 33.400 euros por tasador.

La evolución de ingresos y gastos detallada en los párrafos anteriores determinó un retroceso de los resultados de explotación del 11 %. Los resultados después de impuestos ascendieron a 9 millones de euros, equivalentes al 4 % de los ingresos totales, -1 pp sobre 2011, tras un retroceso anual del 29 %.

8.7.2013.

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

**DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES SEGÚN EL OBJETO: NÚMERO, IMPORTE Y SUPERFICIE (a)**

CUADRO A.1

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

A. NÚMERO	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	<b>TOTAL</b>	<b>1.062</b>	<b>977</b>	<b>774</b>	<b>739</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>-8,0</b>	<b>-20,8</b>
<b>Bienes inmuebles</b>	<b>1.043</b>	<b>964</b>	<b>760</b>	<b>732</b>	<b>98,2</b>	<b>98,7</b>	<b>98,2</b>	<b>99,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-21,2</b>	<b>-3,7</b>
Terrenos total	77	64	60	66	7,3	6,6	7,7	8,8	6,9	-17,1	-6,6	10,6
Del que: terrenos de nivel urbanístico I (b)	49	39	38	44	4,7	4,0	4,9	5,8	2,2	-21,1	-2,7	15,2
Del que: fincas rústicas	25	23	20	21	2,3	2,4	2,6	2,8	19,4	-5,8	-12,4	3,3
Edificios (c)	61	45	44	50	5,8	4,6	5,7	6,7	-12,8	-26,7	-1,1	13,4
De uso residencial	20	18	20	23	1,9	1,8	2,5	3,1	-	-11,2	11,7	17,5
Primera residencia	19	17	18	21	1,8	1,7	2,4	2,8	-27,2	-12,0	10,0	15,9
Segunda residencia	1	1	1	2	0,1	0,1	0,2	0,2	-29,3	0,8	-5,9	42,5
De uso terciario, oficinas	7	2	2	2	0,6	0,2	0,2	0,3	14,6	-76,0	4,5	41,9
De uso terciario, comercial	6	3	3	3	0,6	0,3	0,4	0,4	-5,0	-48,2	-6,5	14,3
Industriales	22	16	16	16	2,0	1,7	2,0	2,1	-3,6	-25,4	-3,4	2,3
Otros	7	6	5	6	0,6	0,6	0,6	0,8	-15,1	-8,6	-22,8	21,8
Elementos de edificios	897	849	649	611	84,4	86,9	83,9	81,7	-4,9	-5,4	-23,5	-5,8
Viviendas	715	667	490	444	67,3	68,2	63,3	59,0	-	-6,8	-26,5	-9,5
Situadas en edificios o bloques	509	475	349	322	47,9	48,6	45,1	43,0	-5,2	-6,5	-26,6	-7,6
Unifamiliares	206	191	141	123	19,4	19,6	18,3	16,4	-12,0	-7,3	-26,1	-13,0
Oficinas	10	9	8	9	0,9	0,9	1,0	1,2	-0,4	-9,9	-7,8	8,5
Locales comerciales	57	52	49	48	5,4	5,3	6,4	6,4	-10,1	-9,6	-4,8	-3,3
Otros	115	122	102	110	10,9	12,4	13,1	14,7	17,0	5,4	-16,3	8,2
Ligados a una actividad económica (d)	7	6	6	6	0,6	0,6	0,7	0,8	1,7	-12,6	-4,1	8,6
Otros bienes inmuebles (e)	1	1	1	8	0,1	0,1	0,2	1,0	-6,3	-16,4	12,1	538,7
<b>Tasaciones no inmobiliarias (f)</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>64,2</b>	<b>-33,4</b>	<b>9,6</b>	<b>-50,5</b>
PRO MEMORIA. Otras valoraciones:												
Actualizaciones de tasación (g)	77	85	1.472	1.926	7,2	8,7	190,2	257,3	-6,8	10,1	1.639,5	30,8
Valoraciones intermedias de obra (h)	114	64	47	31	10,7	6,6	6,0	4,1	-41,7	-43,8	-27,2	-34,3
Patrimonios (i)	1	6	3	5	0,1	0,6	0,3	0,7	-9,6	345,1	-58,5	115,4
B. IMPORTE												
TOTAL	Miles de millones de euros				Estructura				Variación anual			
	<b>569</b>	<b>450</b>	<b>385</b>	<b>333</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-18,1</b>	<b>-20,8</b>	<b>-14,5</b>	<b>-13,5</b>
	<b>Bienes inmuebles</b>	<b>563</b>	<b>445</b>	<b>378</b>	<b>331</b>	<b>99,1</b>	<b>98,9</b>	<b>98,1</b>	<b>99,1</b>	<b>-17,7</b>	<b>-21,0</b>	<b>-15,2</b>
Terrenos total	162	109	107	76	28,5	24,3	27,7	22,6	-21,7	-32,6	-2,5	-28,8
Del que: terrenos de nivel urbanístico I (b)	138	90	97	67	24,2	19,9	25,1	20,0	-19,0	-34,9	7,7	-30,3
Del que: fincas rústicas	13	9	7	8	2,2	2,0	1,9	2,4	5,9	-29,4	-17,1	7,7
Edificios (c)	164	128	116	105	28,9	28,5	30,1	31,3	-17,6	-22,0	-9,7	-9,0
De uso residencial	83	66	63	55	14,6	14,8	16,4	16,3	-	-20,0	-4,8	-13,4
Primera residencia	75	61	57	50	13,2	13,5	14,8	15,0	-26,0	-19,1	-6,3	-12,0
Segunda residencia	8	5	6	5	1,4	1,2	1,6	1,4	-12,6	-29,0	11,9	-25,9
De uso terciario, oficinas	17	12	12	16	3,0	2,7	3,0	4,9	-10,5	-27,4	-4,4	40,0
De uso terciario, comercial	10	7	10	7	1,7	1,6	2,5	2,0	10,3	-28,8	37,7	-30,9
Industriales	29	20	19	18	5,1	4,4	5,0	5,2	-2,3	-31,7	-3,7	-8,9
Otros	25	22	12	10	4,4	5,0	3,1	3,0	-18,6	-11,0	-47,4	-16,0
Elementos de edificios	208	184	131	109	36,6	40,8	33,9	32,4	-15,4	-11,6	-28,9	-16,7
Viviendas	173	153	103	83	30,4	34,0	26,9	24,7	-	-11,7	-32,4	-19,6
Situadas en edificios o bloques	107	94	63	50	18,7	21,0	16,3	15,0	-13,1	-11,4	-33,7	-19,5
Unifamiliares	67	58	41	33	11,7	13,0	10,6	9,8	-18,8	-12,1	-30,2	-19,3
Oficinas	5	5	4	4	0,8	1,1	1,1	1,2	-18,1	7,5	-16,7	0,5
Locales comerciales	21	18	16	14	3,6	3,9	4,1	4,2	-21,2	-14,6	-9,6	-12,5
Otros	10	8	7	7	1,7	1,9	1,9	2,2	-0,6	-14,0	-14,3	3,7
Ligados a una actividad económica (d)	27	23	23	22	4,7	5,0	6,0	6,6	-10,2	-16,1	2,1	-3,1
Otros bienes inmuebles (e)	2	1	2	21	0,3	0,3	0,4	6,2	20,8	-36,7	31,9	1.207,9
<b>Tasaciones no inmobiliarias (f)</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-49,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>46,1</b>	<b>-61,4</b>
PRO MEMORIA. Otras valoraciones:												
Actualizaciones de tasación (g)	158	137	375	408	27,8	30,4	97,5	121,3	-12,3	-13,2	173,8	8,7
Valoraciones intermedias de obra (h)	65	35	30	12	11,5	7,7	7,8	3,4	-41,4	-46,8	-13,4	-61,6
Patrimonios (i)	3	14	5	27	0,5	3,1	1,2	8,1	-79,3	344,9	-65,9	473,2

DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES SEGÚN EL OBJETO: NÚMERO, IMPORTE Y SUPERFICIE (a) (cont.)

CUADRO A.1

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

C. SUPERFICIE	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	Hectáreas								Estructura			
<b>TOTAL BIENES INMUEBLES</b>	<b>611.252</b>	<b>522.009</b>	<b>447.589</b>	<b>485.531</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>12,3</b>	<b>-14,6</b>	<b>-14,3</b>	<b>8,5</b>
Terrenos total	573.183	491.604	423.327	460.971	93,8	94,2	94,6	94,9	13,8	-14,2	-13,9	8,9
<i>Del que: terrenos de nivel urbanístico I (b)</i>	86.394	64.421	74.640	62.025	14,1	12,3	16,7	12,8	-6,4	-25,4	15,9	-16,9
<i>Del que: fincas rústicas</i>	471.188	415.048	337.114	393.437	77,1	79,5	75,3	81,0	25,7	-11,9	-18,8	16,7
Edificios (c)	12.671	10.436	10.281	9.981	2,1	2,0	2,3	2,1	-7,6	-17,6	-1,5	-2,9
De uso residencial	4.845	4.214	4.192	4.049	0,8	0,8	0,9	0,8	-	-13,0	-0,5	-3,4
Primera residencia	4.389	3.866	3.754	3.705	0,7	0,7	0,8	0,8	-24,4	-11,9	-2,9	-1,3
Segunda residencia	457	349	439	346	0,1	0,1	0,1	0,1	-12,9	-23,7	25,9	-21,2
De uso terciario, oficinas	654	550	557	750	0,1	0,1	0,1	0,2	-2,3	-15,9	1,3	34,5
De uso terciario, comercial	749	551	688	516	0,1	0,1	0,2	0,1	27,1	-26,5	24,9	-25,0
Industriales	4.526	3.333	3.541	3.661	0,7	0,6	0,8	0,8	9,5	-26,4	6,2	3,4
Otros	1.897	1.788	1.302	1.003	0,3	0,3	0,3	0,2	-4,8	-5,7	-27,2	-23,0
Elementos de edificios	12.555	11.174	8.858	8.529	2,1	2,1	2,0	1,8	-3,1	-11,0	-20,7	-3,7
Viviendas	9.546	8.720	6.484	5.941	1,6	1,7	1,4	1,2	-	-8,7	-25,6	-8,4
Situadas en edificios o bloques	5.197	4.746	3.510	3.301	0,9	0,9	0,8	0,7	-1,6	-8,7	-26,0	-6,0
Unifamiliares	4.350	3.974	2.974	2.658	0,7	0,8	0,7	0,5	-11,3	-8,6	-25,2	-10,6
Oficinas	167	192	172	198	0,0	0,0	0,0	0,0	-15,8	14,6	-10,5	15,5
Locales comerciales	1.073	968	937	1.046	0,2	0,2	0,2	0,2	-9,9	-9,7	-3,3	11,7
Otros	1.768	1.295	1.265	1.326	0,3	0,2	0,3	0,3	27,7	-26,8	-2,3	4,8
Ligados a una actividad económica (d)	12.842	8.794	5.124	6.050	2,1	1,7	1,1	1,2	-8,0	-31,5	-41,7	18,1

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 1 de julio de 2013.

- a Datos del conjunto de las ST activas en cada año.
- b Nivel I: todos los terrenos que no pertenezcan al nivel II. En los terrenos de nivel II se incluyen los terrenos clasificados como no urbanizables en los que no se permite edificar para usos diferentes de su naturaleza agrícola, forestal o ganadera o que estén ligados a una explotación económica permitida por la normativa vigente. También, los terrenos clasificados como urbanizables que no estén incluidos en un ámbito de desarrollo del planeamiento urbanístico o que, esténdolo, no tengan definidas en él las condiciones para su desarrollo.
- c Los edificios se clasifican según su uso dominante, atendiendo a la superficie de cada uso. Incluye los edificios en construcción por el valor del edificio en la hipótesis de edificio terminado. Las valoraciones intermedias de obra se presentan, exclusivamente, en el epígrafe correspondiente de la pro memoria.
- d Se trata de todo edificio o elemento de edificio vinculado a una actividad o explotación económica: hoteles, residencias, hospitales, instalaciones fabriles, centros de transporte, equipamientos sociales, instalaciones agropecuarias, etc.
- e Incluye obras de urbanización, etc.
- f Activos inmateriales, empresas, maquinaria, instalaciones, otros bienes corporales, fondos de comercio, opciones, derechos y otros.
- g Incluye las efectuadas con menos de dos años de antigüedad, excepto cuando, por modificación significativa del bien valorado, deban figurar como nuevas tasaciones.
- h Las valoraciones intermedias deben recoger los incrementos netos de valores de los certificados emitidos, con posterioridad a la tasación inicial, durante la construcción o rehabilitación de elementos o edificios.
- i Con independencia de que su desglose en los distintos componentes se incluya en los correspondientes apartados.

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

CUADRO A.2

Datos del ejercicio

	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	Miles de euros				Variación anual			
<b>A. IMPORTES MEDIOS</b>								
Terrenos total	2.100	1.708	1.782	1.148	-26,8	-18,7	4,3	-35,6
<i>Del que: terrenos de nivel urbanístico I</i>	2.786	2.301	2.545	1.539	-20,7	-17,4	10,6	-39,5
<i>Del que: fincas rústicas</i>	513	384	364	379	-11,3	-25,1	-5,3	4,3
Edificios completos	2.690	2.865	2.614	2.098	-5,4	6,5	-8,8	-19,7
De uso residencial	4.119	3.711	3.246	2.392	3,4	-9,9	-12,5	-26,3
Primera residencia	3.993	3.673	3.129	2.375	1,7	-8,0	-14,8	-24,1
Segunda residencia	5.951	4.191	4.966	2.581	23,7	-29,6	18,5	-48,0
De uso terciario, oficinas	2.475	7.477	6.843	6.750	-21,9	202,2	-8,5	-1,4
De uso terciario, comercial	1.686	2.319	3.413	2.065	16,2	37,6	47,2	-39,5
Industriales	1.352	1.237	1.233	1.099	1,4	-8,5	-0,3	-10,9
Otros	3.825	3.728	2.542	1.753	-4,2	-2,5	-31,8	-31,0
Elementos de edificios (b)	232	217	201	178	-11,1	-6,6	-7,1	-11,6
Viviendas	242	229	211	187	-8,7	-5,3	-8,0	-11,2
Situadas en edificios o bloques	210	199	180	156	-8,3	-5,2	-9,6	-12,9
Unifamiliares	322	306	289	268	-7,6	-5,2	-5,5	-7,3
Oficinas	488	582	526	487	-17,8	19,2	-9,7	-7,4
Locales comerciales	360	340	323	292	-12,4	-5,5	-5,0	-9,5
Otros	84	69	70	68	-15,1	-18,4	2,4	-4,2
<b>B. SUPERFICIES MEDIAS</b>	Metros cuadrados				Variación anual			
Terrenos total	74.217	76.764	70.745	69.666	6,5	3,4	-7,8	-1,5
<i>Del que: terrenos de nivel urbanístico I</i>	17.473	16.519	19.655	14.172	-8,4	-5,5	19,0	-27,9
<i>Del que: fincas rústicas</i>	189.865	177.545	164.695	186.119	5,3	-6,5	-7,2	13,0
Edificios completos	2.074	2.332	2.321	1.987	6,0	12,4	-0,5	-14,4
De uso residencial	2.402	2.353	2.150	1.767	5,3	-2,0	-8,6	-17,8
Primera residencia	2.326	2.329	2.056	1.750	3,8	0,1	-11,7	-14,9
Segunda residencia	3.510	2.659	3.546	1.962	23,2	-24,2	33,4	-44,7
De uso terciario, oficinas	960	3.362	3.260	3.092	-14,7	250,2	-3,0	-5,2
De uso terciario, comercial	1.271	1.804	2.409	1.581	33,8	41,9	33,6	-34,4
Industriales	2.094	2.067	2.272	2.297	13,6	-1,3	9,9	1,1
Otros	2.875	2.967	2.799	1.770	12,1	3,2	-5,7	-36,7
Elementos de edificios (b)	140	132	136	139	1,8	-5,9	3,6	2,2
Viviendas	134	131	132	134	1,0	-2,0	1,2	1,2
Situadas en edificios o bloques	102	100	101	103	3,8	-2,3	0,8	1,8
Unifamiliares	211	208	210	216	0,8	-1,5	1,3	2,7
Oficinas	175	223	216	230	-15,5	27,1	-2,9	6,5
Locales comerciales	187	187	190	219	0,1	-0,2	1,6	15,5
Otros	153	106	124	120	9,1	-30,6	16,8	-3,2
<b>C. VALORES MEDIOS DEL M<sup>2</sup></b>	Euros por metro cuadrado				Variación anual			
Terrenos total	28	22	25	16	-31,2	-21,4	13,2	-34,6
<i>Del que: terrenos de nivel urbanístico I</i>	159	139	130	109	-13,5	-12,7	-7,0	-16,1
<i>Del que: fincas rústicas</i>	3	2	2	2	-15,7	-19,9	2,1	-7,7
Edificios completos	1.297	1.228	1.126	1.056	-10,8	-5,3	-8,3	-6,2
De uso residencial	1.715	1.577	1.509	1.354	-1,9	-8,0	-4,3	-10,3
Primera residencia	1.717	1.577	1.522	1.357	-2,0	-8,1	-3,5	-10,8
Segunda residencia	1.695	1.576	1.400	1.316	0,4	-7,0	-11,2	-6,0
De uso terciario, oficinas	2.578	2.224	2.099	2.183	-8,5	-13,7	-5,6	4,0
De uso terciario, comercial	1.326	1.285	1.417	1.306	-13,2	-3,1	10,2	-7,8
Industriales	646	599	543	478	-10,8	-7,3	-9,3	-11,9
Otros	1.330	1.256	908	990	-14,5	-5,6	-27,7	9,0
Elementos de edificios	1.658	1.646	1.476	1.277	-12,7	-0,7	-10,3	-13,5
Viviendas	1.813	1.754	1.595	1.399	-9,7	-3,3	-9,0	-12,3
Situadas en edificios o bloques	2.051	1.990	1.784	1.526	-11,6	-3,0	-10,3	-14,5
Unifamiliares	1.529	1.471	1.372	1.239	-8,4	-3,8	-6,7	-9,7
Oficinas	2.784	2.610	2.429	2.112	-2,7	-6,2	-6,9	-13,1
Locales comerciales	1.925	1.821	1.702	1.334	-12,5	-5,4	-6,5	-21,6
Otros	550	646	567	561	-22,2	17,5	-12,3	-1,0

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 1 de julio de 2013.

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

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

CUADRO A.3

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

	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Tasaciones según peticionario	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
NÚMERO TOTAL	1.062	977	774	739	100,0	100,0	100,0	100,0	-3,6	-8,0	-20,8	-4,5
Entidades de depósito	861	796	581	540	81,1	81,5	81,5	81,5	-5,8	-7,5	-27,0	-7,2
Bancos y cajas de ahorros (b)	798	735	532	491	75,1	75,2	75,2	75,2	-5,8	-7,9	-27,6	-7,9
Cooperativas de crédito	63	61	49	49	5,9	6,2	6,3	6,6	-6,0	-3,2	-20,0	0,4
EFC y sociedades de garantía recíproca	12	11	10	8	1,1	1,1	1,3	1,1	-50,0	-8,3	-9,1	-20,0
Entidades aseguradoras	13	9	10	6	1,2	0,9	1,3	0,8	85,7	-30,8	10,0	-39,4
Administraciones y organismos públicos (c)	20	19	21	15	1,9	1,9	2,7	2,0	-13,0	-5,0	8,9	-30,0
Instituciones de inversión colectiva inmobiliaria	36	21	23	23	3,4	2,1	2,9	3,1	71,4	-41,7	8,6	0,9
Fondos de pensiones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras personas jurídicas (d)	81	84	94	122	7,6	8,6	12,2	16,5	28,6	3,7	12,3	29,3
Personas físicas	38	37	35	26	3,6	3,8	4,5	3,5	-24,0	-2,6	-6,8	-26,1
Tasación de bienes inmuebles por su finalidad												
NÚMERO TOTAL	1.043	964	760	732	100,0	100,0	100,0	100,0	-4,3	-7,5	-21,2	-3,6
Constituir garantías hipotecarias (e)	830	742	482	416	79,6	76,9	63,4	56,8	-12,2	-10,7	-35,0	-13,7
De las que: Por Ley 2/81 (f)	826	733	476	413	79,1	76,0	62,6	56,4	-12,5	-11,3	-35,1	-13,2
Requeridas por las normas contables de las EC (g)	13	9	22	41	1,2	0,9	2,9	5,6	56,4	-33,0	158,9	84,9
Entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva inmobiliarias y fondos de pensiones	40	24	26	27	3,9	2,5	3,4	3,6	70,2	-41,5	9,8	2,6
Otros fines	159	191	230	249	15,3	19,8	30,2	33,9	42,0	19,6	20,5	8,2
Tasaciones según peticionario												
IMPORTE TOTAL	569	450	385	333	100,0	100,0	100,0	100,0	-17,1	-20,9	-14,4	-13,5
Entidades de depósito	360	285	230	170	63,3	63,3	63,3	63,3	-18,4	-20,8	-19,2	-26,1
Bancos y cajas de ahorros (b)	341	268	217	170	59,9	59,6	59,6	59,6	-18,4	-21,4	-19,2	-21,7
Cooperativas de crédito	19	17	14	0	3,3	3,8	3,5	0,1	-17,4	-10,5	-20,0	-97,0
EFC y sociedades de garantía recíproca	3	2	2	2	0,5	0,4	0,5	0,5	-40,0	-33,3	-10,0	-16,7
Entidades aseguradoras	7	8	4	6	1,2	1,8	1,1	1,8	-30,0	14,3	-45,0	34,1
Administraciones y organismos públicos (c)	7	6	7	4	1,2	1,3	1,7	1,2	16,7	-14,3	11,7	-40,3
Instituciones de inversión colectiva inmobiliaria	12	6	5	5	2,1	1,3	1,4	1,5	50,0	-50,0	-10,0	-9,3
Fondos de pensiones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras personas jurídicas (d)	152	116	115	125	26,7	25,8	29,9	37,7	-9,0	-23,7	-0,7	8,9
Personas físicas	29	27	21	11	5,1	6,0	5,6	3,2	-39,6	-6,9	-20,7	-50,9
Tasación de bienes inmuebles por su finalidad												
IMPORTE TOTAL	563	445	378	331	100,0	100,0	100,0	100,0	-17,5	-21,0	-15,2	-12,5
Constituir garantías hipotecarias (e)	394	283	199	159	69,8	63,6	52,8	48,0	-21,7	-28,0	-29,6	-20,5
De las que: Por Ley 2/81 (f)	391	280	196	157	69,4	62,8	51,9	47,6	-21,6	-28,6	-29,8	-19,8
Requeridas por las normas contables de las EC (g)	5	7	17	18	0,9	1,5	4,5	5,3	29,1	34,9	148,9	2,4
Entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva inmobiliarias y fondos de pensiones (h)	17	12	9	11	3,0	2,6	2,5	3,2	17,3	-30,7	-20,8	14,0
Otros fines	148	144	152	144	26,3	32,2	40,2	43,5	-8,7	-3,0	5,9	-5,2

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 1 de julio de 2013.

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

b Incluye el Instituto de Crédito Oficial (ICO).

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

d Incluye las empresas públicas.

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

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

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

h Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias y el de los fondos de pensiones.

**DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES DE BIENES INMUEBLES POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS  
Y POR TAMAÑO DE LOS MUNICIPIOS (a)**

CUADRO A.4

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

NÚMERO	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	<b>TOTAL</b>	<b>1.043</b>	<b>964</b>	<b>760</b>	<b>732</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>-7,5</b>	<b>-21,2</b>
Andalucía (b)	194	179	143	135	18,6	18,6	18,8	18,4	-6,6	-7,5	-20,3	-5,5
Aragón	26	24	19	17	2,5	2,5	2,6	2,4	-2,5	-7,1	-19,6	-11,0
Asturias	18	18	11	10	1,7	1,8	1,5	1,4	-13,2	-	-35,0	-8,6
Baleares	28	26	22	19	2,7	2,7	2,9	2,6	-7,4	-6,3	-15,5	-13,1
Canarias	45	42	35	34	4,3	4,4	4,6	4,6	-13,4	-5,9	-18,0	-2,9
Cantabria	13	12	8	7	1,2	1,3	1,1	1,0	-2,0	-2,7	-34,4	-17,2
Castilla-La Mancha	46	45	36	36	4,4	4,6	4,8	4,9	-12,1	-2,3	-18,4	-1,1
Castilla y León	48	48	35	34	4,6	5,0	4,6	4,6	-6,2	1,1	-26,6	-4,3
Cataluña	157	149	118	124	15,0	15,4	15,5	16,9	-8,3	-5,0	-20,8	5,2
Extremadura	19	18	13	11	1,8	1,9	1,7	1,5	-4,4	-2,4	-28,6	-12,8
Galicia	46	47	33	34	4,4	4,9	4,3	4,6	-2,8	1,4	-30,4	3,4
La Rioja	8	7	5	5	0,8	0,7	0,7	0,7	6,6	-15,4	-24,8	-0,9
Madrid	150	132	100	92	14,3	13,6	13,2	12,6	6,8	-12,1	-23,7	-7,9
Murcia	42	35	28	28	4,0	3,6	3,7	3,8	-1,5	-15,9	-19,6	-1,8
Navarra	17	14	12	12	1,7	1,4	1,5	1,6	2,8	-21,3	-15,5	2,8
País Vasco	40	41	33	26	3,8	4,2	4,4	3,6	-1,4	1,9	-18,2	-20,9
Valencia	147	127	106	107	14,1	13,2	14,0	11,6	-2,7	-13,6	-16,4	0,4
Extranjero	1	1	1	1	0,1	0,1	0,1	0,1	-10,1	-24,5	-15,8	-20,9
PRO MEMORIA: Municipios españoles												
Madrid y Barcelona	95	91	65	60	9,1	9,4	8,6	8,2	2,8	-4,8	-28,1	-8,2
Otros de más de 500.000 hab.	54	52	37	34	5,2	5,3	4,8	4,6	2,5	-5,2	-28,4	-7,8
Otros de más de 100.000 hab.	247	236	181	171	23,7	24,5	23,8	23,4	-1,4	-4,5	-23,4	-5,2
Resto de los municipios	645	585	476	467	61,8	60,7	62,7	63,8	-6,9	-9,3	-18,6	-2,1
IMPORTE Miles de millones de euros					Estructura				Variación anual			
<b>TOTAL</b>	<b>564</b>	<b>373</b>	<b>378</b>	<b>331</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-17,5</b>	<b>-21,0</b>	<b>-15,2</b>	<b>-12,5</b>
Andalucía (b)	100	67	67	54	17,7	17,1	17,6	16,2	-13,2	-23,3	-12,8	-19,4
Aragón	15	10	10	8	2,7	2,8	2,7	2,3	-17,3	-16,5	-19,3	-23,0
Asturias	7	5	5	4	1,3	1,3	1,3	1,3	-21,5	-18,2	-13,9	-17,3
Baleares	18	15	15	10	3,1	3,1	3,9	3,0	-15,9	-20,4	5,4	-33,7
Canarias	19	13	13	14	3,4	3,7	3,5	4,2	-22,5	-13,7	-18,8	5,0
Cantabria	5	4	3	3	0,9	0,9	0,9	0,9	-22,8	-17,8	-15,9	-15,6
Castilla-La Mancha	21	14	15	13	3,8	3,7	3,6	3,9	-23,7	-22,7	-17,5	-4,7
Castilla y León	22	15	14	13	3,9	4,0	3,9	4,0	-15,8	-18,6	-18,1	-8,5
Cataluña	93	60	60	54	16,5	16,6	16,0	16,4	-13,8	-20,6	-18,6	-10,1
Extremadura	7	5	4	4	1,2	1,1	1,2	1,1	-5,6	-28,3	-6,7	-17,0
Galicia	16	12	11	10	2,9	3,1	3,0	3,1	-16,3	-15,0	-17,7	-10,5
La Rioja	4	2	2	2	0,7	0,7	0,6	0,7	-15,6	-23,6	-20,7	-0,4
Madrid	117	74	74	68	20,7	20,6	19,7	20,5	-23,3	-21,4	-18,8	-8,9
Murcia	21	13	13	12	3,7	3,6	3,3	3,7	-24,9	-23,5	-20,7	-5,0
Navarra	6	5	5	4	1,1	1,2	1,2	1,3	-19,3	-13,7	-11,0	-7,6
País Vasco	23	17	17	15	4,1	4,5	4,6	4,4	-14,9	-13,6	-14,5	-14,6
Valencia	64	44	44	36	11,3	10,8	11,7	11,0	-12,2	-24,5	-8,4	-17,7
Extranjero	6	5	5	7	1,1	1,1	1,3	2,0	-24,3	-20,2	-4,1	34,6
PRO MEMORIA: Municipios españoles												
Madrid y Barcelona	84	53	53	53	14,9	16,2	14,0	16,1	-27,3	-14,2	-26,6	0,7
Otros de más de 500.000 hab.	37	22	22	20	6,5	5,7	5,7	6,0	-4,7	-30,3	-15,7	-8,2
Otros de más de 100.000 hab.	131	85	85	76	23,2	23,0	22,4	22,9	-13,4	-21,8	-17,3	-10,7
Resto de los municipios	306	214	214	175	54,3	54,0	56,6	53,1	-17,3	-21,4	-11,0	-17,9

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 1 de julio de 2013.

a Datos del conjunto de las ST activas en cada año. La distribución geográfica tiene en cuenta la ubicación de cada uno de los inmuebles tasados.

b Incluye Ceuta y Melilla.

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

CUADRO A.5

Número y porcentaje

Agrupaciones según aportación del cliente principal a los ingresos ordinarios (b)	Número de ST				Ingresos ordinarios, en %				Peso del primer cliente y de los que suponen, al menos, el 15 %			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
<b>Total ST activas</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>57</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>32,5</b>	<b>31,8</b>	<b>29,6</b>	<b>28,4</b>
Relacionadas con EC (c)	12	11	10	7	46,8	19,1	13,9	6,6	40,8	82,3	83,0	79,9
Cliente principal => 50 %	18	18	21	18	4,5	5,2	8,3	10,8	80,4	76,7	70,6	84,4
Cliente principal => 25 % y < 50 %	9	11	9	12	23,0	20,8	17,8	26,8	27,8	31,2	32,0	31,6
Cliente principal => 15 % y < 25 %	7	6	9	9	6,1	5,6	12,4	8,7	19,4	20,6	17,6	17,2
Resto	8	9	9	11	19,6	49,4	47,6	47,1	11,5	9,1	9,0	8,5

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 1 de julio de 2013.

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

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

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

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

CUADRO A.6

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

	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	Miles de euros				Estructura				Variación anual			
<b>BALANCE</b>												
Activo total = pasivo total	<b>218.471</b>	<b>186.142</b>	<b>172.561</b>	<b>176.279</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-14,8</b>	<b>-7,3</b>	<b>2,2</b>
Activo no corriente	70.667	65.961	68.429	71.807	32,3	35,4	39,7	40,7	-0,3	-6,7	3,7	4,9
Del que: Inmovilizado	43.719	50.746	49.524	45.585	20,0	27,3	28,7	25,9	-6,9	16,1	-2,4	-8,0
Activo corriente	147.803	120.178	104.120	104.460	67,7	64,6	60,3	59,3	-4,3	-18,7	-13,4	0,3
Del que: Deudores por ventas	35.636	37.618	38.832	48.218	16,3	20,2	22,5	27,4	4,8	5,6	3,2	24,2
Pasivo no corriente	19.902	18.548	17.175	24.361	9,1	10,0	10,0	13,8	-6,8	-6,8	-7,4	41,8
Pasivo corriente	65.365	69.048	54.707	55.683	29,9	37,1	31,7	31,6	5,6	5,6	-20,8	1,8
Del que: Acreedores	51.596	48.867	39.225	37.995	23,6	26,3	22,7	21,6	-13,5	-5,3	-19,7	-3,1
Patrimonio neto	109.340	82.611	87.916	87.150	50,0	44,4	50,9	49,4	17,3	-24,4	6,4	-0,9
Resultados	23.869	15.934	12.749	9.063	10,9	8,6	7,4	5,1	-46,5	-33,2	-20,0	-28,9
<b>CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS</b>												
<b>Ingresos ordinarios</b>	<b>374.608</b>	<b>322.409</b>	<b>263.260</b>	<b>234.710</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-11,3</b>	<b>-13,9</b>	<b>-18,3</b>	<b>-10,8</b>
Por tasación de inmuebles	346.832	295.221	240.818	212.400	92,6	91,6	91,5	90,5	-11,3	-14,9	-18,4	-11,8
Constituir garantías hipotecarias (b)	278.405	222.879	158.336	127.800	74,3	69,1	60,1	54,5	-16,0	-19,9	-29,0	-19,3
Exigidas a EC (c)	2.555	1.257	6.077	9.800	0,7	0,4	2,3	4,2	53,0	-50,8	383,5	61,3
Seguros, IIC y FF (d)	5.057	3.441	3.295	3.500	1,3	1,1	1,3	1,5	39,4	-32,0	-4,2	6,2
Otros fines (e)	60.815	67.644	73.110	71.300	16,2	21,0	27,8	30,4	12,3	11,2	8,1	-2,5
Por prestación de otros servicios	24.351	23.677	18.803	15.877	6,5	7,3	7,1	6,8	-10,1	-2,8	-20,6	-15,6
Otros ingresos de explotación	3.424	3.507	2.646	2.801	0,9	1,1	1,0	1,2	-22,3	2,4	-24,6	5,9
<b>Ingresos financieros</b>	<b>2.316</b>	<b>2.580</b>	<b>2.403</b>	<b>1.991</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>-52,7</b>	<b>11,4</b>	<b>-6,9</b>	<b>-17,1</b>
<b>Gastos ordinarios</b>	<b>-340.339</b>	<b>132.806</b>	<b>-246.214</b>	<b>-219.582</b>	<b>-90,9</b>	<b>41,2</b>	<b>-93,5</b>	<b>-93,6</b>	<b>-11,5</b>	<b>-139,0</b>	<b>-285,4</b>	<b>-10,8</b>
De personal	-70.038	-67.863	-67.762	-62.634	-18,7	-21,0	-25,7	-26,7	-5,2	-3,1	-0,1	-7,6
Otros gastos de explotación	-251.641	216.707	-164.856	-151.722	-67,2	67,2	-62,6	-64,6	-13,7	-186,1	-176,1	-8,0
De los que: Servicios	-202.682	171.996	-126.770	-115.708	-54,1	53,3	-48,2	-49,3	-13,0	-184,9	-173,7	-8,7
De los que: Tasadores	-156.873	-126.852	-92.454	-87.037	-41,9	-39,3	-35,1	-37,1	-15,0	-19,1	-27,1	-5,9
Amortización y exceso de provisiones	-5.993	-5.358	-4.442	-3.740	-1,6	-1,7	-1,7	-1,6	-10,4	-10,6	-17,1	-15,8
Resto	-12.667	-10.680	-9.154	-1.486	-3,4	-3,3	-3,5	-0,6	1,9	-15,7	-14,3	-83,8
<b>Gastos financieros</b>	<b>-1.567</b>	<b>-1.189</b>	<b>-1.288</b>	<b>-1.621</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-10,5</b>	<b>-24,1</b>	<b>8,3</b>	<b>25,9</b>
<b>Resultados de explotación</b>	<b>34.267</b>	<b>21.799</b>	<b>17.037</b>	<b>15.097</b>	<b>9,1</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>-9,9</b>	<b>-36,4</b>	<b>-21,8</b>	<b>-11,4</b>
<b>Resultados financieros (f)</b>	<b>-368</b>	<b>650</b>	<b>832</b>	<b>-1.885</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-113,8</b>	<b>-</b>	<b>28,0</b>	<b>-326,6</b>
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>33.902</b>	<b>22.451</b>	<b>17.871</b>	<b>13.213</b>	<b>9,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>	<b>5,6</b>	<b>-16,7</b>	<b>-33,8</b>	<b>-20,4</b>	<b>-26,1</b>
<b>Resultados después de impuestos</b>	<b>23.869</b>	<b>15.934</b>	<b>12.749</b>	<b>9.063</b>	<b>6,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>-14,2</b>	<b>-33,2</b>	<b>-20,0</b>	<b>-28,9</b>
<b>INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA</b>												
	Número				Variación anual							
Sociedades de tasación	54	55	58	57	-3,6	1,9	5,5	-1,7				
Filiales de EC (g)	8	8	9	5	—	—	—	—				
Participadas por EC	4	3	1	2	—	-25,0	-66,7	100,0				
Otras	42	44	48	50	-4,5	4,8	9,1	4,2				
Inactivas	—	—	—	—	—	—	—	—				
Empleados en plantilla de ST	1.748	1.624	1.577	1.430	-3,4	-7,1	-2,9	-9,3				
Tasadores	8.407	8.162	7.767	6.828	-5,7	-2,9	-4,8	-12,1				
Vinculados	550	527	502	597	-0,4	-4,2	-4,7	18,9				
No vinculados	7.857	7.635	7.265	6.231	-6,1	-2,8	-4,8	-14,2				
Sucursales o delegaciones de ST	298	288	276	237	-6,3	-3,4	-4,2	-14,1				

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 1 de julio de 2013.

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

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

## Introducción

Durante el segundo trimestre de 2013 se han promulgado nuevas disposiciones de carácter financiero.

El Banco Central Europeo (BCE) ha promulgado varias disposiciones relativas a: 1) las operaciones de financiación y los activos de garantía en las operaciones de política monetaria; 2) medidas contra la reproducción irregular de billetes en euros y sobre el canje y la retirada de billetes en euros, y 3) la prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales y países no pertenecientes a la zona del euro y a organizaciones internacionales.

Asimismo, se ha publicado una nueva normativa comunitaria relativa al acceso al ejercicio de la actividad de las entidades de crédito, y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de las empresas de inversión.

Por su parte, el Banco de España ha creado el Registro Electrónico, que se configura como un nuevo instrumento para la presentación telemática de solicitudes, escritos y comunicaciones.

En el ámbito de las entidades de crédito, se han publicado tres disposiciones destinadas a establecer una serie de medidas: 1) los criterios de evaluación de la idoneidad de las personas que dirigen la actividad de las entidades de crédito; 2) la ampliación del plazo para desarrollar acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, y 3) una importante modificación del funcionamiento de la Central de Información de Riesgos (CIR).

En el campo del mercado de valores, se han publicado cuatro disposiciones: 1) el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto informativo de las instituciones de inversión colectiva; 2) las obligaciones de información a los clientes en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros; 3) los modelos de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, y 4) los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

En el área comunitaria, se han promulgado tres normas de carácter financiero: 1) la modificación del reglamento de las agencias de calificación crediticia; 2) la actualización de los requisitos prudenciales en lo que respecta a la gestión de riesgos de determinadas entidades financieras, y 3) la regulación de los fondos de capital-riesgo europeos.

Finalmente, se comentan las novedades de carácter fiscal y financiero de dos disposiciones: por un lado, en lo referente a las medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social, y, por otro, en relación con las adoptadas para el apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo.

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

1	Introducción
2	Banco Central Europeo: operaciones de financiación y activos de garantía en las operaciones de política monetaria
2.1	Opción de reducir el importe o terminar las operaciones de financiación a plazo más largo
2.2	Admisión de determinados bonos de titulización adicionales
2.3	Admisión de determinados créditos
2.4	Aceptación de determinadas obligaciones bancarias garantizadas por un Estado
2.5	Admisión de ciertos activos denominados en libras esterlinas, yenes japoneses o dólares estadounidenses como activos de garantía admisibles
2.6	Admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por la República de Chipre
2.7	Suspensión de los requisitos de umbrales de calidad crediticia para determinados instrumentos negociables
3	Medidas contra la reproducción irregular de billetes en euros y sobre el canje y la retirada de billetes en euros
4	Banco Central Europeo: prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas
5	Nueva normativa comunitaria relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de las empresas de inversión
5.1	Novedades del Reglamento (UE) n.º 575/2013
5.1.1	Elementos que integran los fondos propios
5.1.2	Régimen especial de determinadas partidas en el cómputo de los fondos propios («filtros prudenciales»)
5.1.3	Requisitos de fondos propios
5.1.4	Riesgo de liquidez
5.1.5	Ratio de apalancamiento
5.1.6	Requisitos de información y de divulgación pública
5.2	Novedades de la Directiva 2013/36/UE
5.2.1	Requisitos generales de acceso a la actividad de las entidades de crédito
5.2.2	Supervisión prudencial de las entidades
5.2.3	Tratamiento de los riesgos
5.2.4	Gobierno corporativo y políticas remunerativas
5.2.5	Colchones de capital
5.2.6	Otros aspectos de la directiva
6	Registro Electrónico del Banco de España
7	Gobierno corporativo de las entidades de crédito: evaluación de la idoneidad de las personas que dirigen su actividad
8	Acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada
9	Central de Información de Riesgos: modificación de su normativa
9.1	Novedades en la declaración de riesgos
9.2	Riesgos declarables a la CIR
9.3	Uso y cesión de datos de la CIR
9.4	Modificaciones de las normas de información financiera pública y reservada

**Banco Central Europeo:  
operaciones de  
financiación y activos  
de garantía en las  
operaciones  
de política monetaria**

Se han publicado la *Orientación BCE/2013/4, de 20 de marzo (DOUE del 5 de abril)*, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía (en adelante, la Orientación), que modifica la Orientación BCE/2007/9, de 1 de agosto, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros; la *Decisión BCE/2013/6, de 20 de marzo (DOUE del 5 de abril)*, sobre las normas relativas a la utilización como activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema de bonos bancarios simples con la garantía del Estado para uso propio, y la *Decisión BCE/2013/13, de 2 de mayo (DOUE del 17)*, sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por la República de Chipre. La Orientación entró en vigor el 22 de marzo y será aplicable hasta al 28 de febrero de 2015;

10	Instituciones de inversión colectiva: documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto informativo
10.1	Aspectos relevantes del documento con los datos fundamentales para el inversor y del folleto
10.2	Especialidades del documento con los datos fundamentales para el inversor y del folleto
10.3	Forma y contenido del documento con los datos fundamentales para el inversor y del folleto
11	Servicios de inversión: obligaciones de información a los clientes en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros
11.1	Obligaciones de información en el proceso de evaluación de la idoneidad
11.2	Obligaciones de información en el proceso de evaluación de la conveniencia
11.3	Registro actualizado de clientes evaluados y productos no adecuados
11.4	Otras novedades
12	Remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de las cajas de ahorros que emitan valores negociados
13	Informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores negociados
14	Modificación del reglamento de las agencias de calificación crediticia
14.1	Refuerzo de la independencia de las ACC
14.2	Mayor publicidad y mejora en los métodos y en los procesos de las calificaciones crediticias
14.3	Normas relacionadas con las calificaciones soberanas
14.4	Reducción de la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias
15	Directiva comunitaria que modifica los requisitos prudenciales en lo que respecta a la gestión de riesgos de determinadas entidades financieras
16	Fondos de capital-riesgo europeos
16.1	Características de los FCRE
16.2	Requisitos de los gestores para la comercialización de FCRE
16.3	Requisitos de transparencia
16.4	Supervisión y cooperación administrativa
17	Medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social
17.1	Novedades en la protección a los deudores hipotecarios
17.2	Modificaciones en la normativa del mercado hipotecario
17.3	Modificaciones en la Ley de Enjuiciamiento Civil
17.4	Otras novedades
18	Medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo
18.1	Modificaciones en el ámbito financiero
18.2	Cambios en la fiscalidad
18.3	Medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales

la Decisión BCE/2013/6 entró en vigor el 22 de marzo, y la Decisión BCE/2013/13 lo hizo el 9 de mayo.

Una parte importante del contenido de la Orientación refunde en un solo texto varias disposiciones anteriores de igual rango, relativas a medidas temporales de este tipo, y añade otras nuevas. Dichas medidas se aplican temporalmente hasta que el Consejo de Gobierno del BCE considere que ya no son necesarias, para asegurar un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria.

OPCIÓN DE REDUCIR EL IMPORTE  
O TERMINAR LAS OPERACIONES  
DE FINANCIACIÓN A PLAZO  
MÁS LARGO

Se incorpora en el texto el procedimiento de reducción del importe o, en su caso, de terminación de determinadas operaciones de financiación a largo plazo (acciones conjuntamente denominadas «amortización anticipada») que deben seguir las entidades de crédito que son contrapartida en las operaciones del Eurosistema (en lo sucesivo, las

entidades)<sup>1</sup>. Dicho procedimiento fue incluido, en su día, en la Orientación BCE/2013/2, de 23 de enero, por la que se modificó la Orientación BCE/2012/18, de 2 de agosto<sup>2</sup>, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía.

Así, la fecha a partir de la cual las entidades pueden ejercer la amortización anticipada se hará pública en el anuncio de la correspondiente subasta o por cualquier otro medio que se considere apropiado. Las entidades deben notificar a su BCN tanto el importe como la fecha con, al menos, con una semana de antelación. Esta notificación tiene carácter vinculante, de modo que, si la entidad no ejecuta la amortización en la fecha prevista, podrá ser objeto de las sanciones pecuniarias previstas en la Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre<sup>3</sup>, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, para los incumplimientos relacionados con las subastas, las operaciones bilaterales y el uso de los activos de garantía.

#### ADmisión de determinados bonos de titulización adicionales

Se introducen los criterios adicionales de admisión de los bonos de titulización, regulados en la Orientación BCE/2012/18. Así, son admisibles los bonos de titulización que, sin cumplir los requisitos de evaluación de la calidad crediticia previstos en la Orientación BCE/2011/14, cuenten con dos evaluaciones de, al menos, triple B en su fecha de emisión y en cualquier momento posterior, y cumplan ciertos requisitos adicionales<sup>4</sup>.

Asimismo, están sujetos a los siguientes recortes de valoración: un 16 % para los bonos de titulización que cuenten con calificaciones crediticias de, al menos, «A». Si no cuentan con esta calificación, el recorte será de un 32 % para los bonos garantizados por hipotecas comerciales, y del 26 % para todos los demás.

Como ya estaba establecido, las entidades de contrapartida no podrán presentar como garantía un activo emitido o garantizado por ellas o por cualquier otra entidad con la que tenga vínculos estrechos<sup>5</sup>.

Por su parte, los BCN podrán aceptar como activos de garantía para las operaciones de política monetaria del Eurosistema los bonos de titulización cuyos activos subyacentes

1 Las entidades de contrapartida son el conjunto de entidades de crédito de la zona del euro con las que el Eurosistema efectúa determinadas operaciones de política monetaria. Para reconocerse como tales, las entidades deben cumplir los llamados «criterios generales de selección», comunes a toda la zona del euro, que son: 1) estar sujetas al sistema de reservas mínimas obligatorias establecido por el Eurosistema; 2) ser financieramente solventes, y 3) cumplir los requisitos operativos que los BCN y, en su caso, el BCE establezcan.

2 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, octubre de 2012, Banco de España, pp. 163-167.

3 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2011», *Boletín Económico*, enero de 2012, Banco de España, p. 100.

4 Entre otros, los requisitos siguientes: 1) los activos que sirven de garantía a los bonos de titulización deben pertenecer a cierta clase de activos (préstamos hipotecarios, préstamos a pymes), hipotecas comerciales, préstamos para la adquisición de automóviles, arrendamientos financieros, y créditos al consumo); 2) no pueden contener préstamos que sean morosos, estructurados, sindicados o apalancados, y 3) los documentos de las transacciones de los bonos de titulización deben incluir disposiciones sobre la continuidad de la administración de la deuda.

5 Se entiende que existe una situación de «vínculos estrechos» entre una entidad de contrapartida y un emisor, deudor o avalista de activos de garantía cuando: 1) la entidad de contrapartida posee directa o indirectamente, a través de una o más empresas, el 20 % o más del capital del emisor, deudor o avalista; 2) el emisor, deudor o avalista posee directa o indirectamente, a través de una o más empresas, el 20 % o más del capital de la entidad de contrapartida, o 3) un tercero posee más del 20 % del capital de la entidad de contrapartida y más del 20 % del capital del emisor, deudor o avalista, ya sea directa o indirectamente, a través de una o más empresas.

incluyan préstamos hipotecarios<sup>6</sup>, préstamos a pymes<sup>7</sup> o ambos, exigiendo que cuenten con dos evaluaciones de, al menos, «triple B» (y sin necesidad de que cumplan otro tipo de requisitos). Dichos bonos deberán limitarse a los emitidos antes del 20 de junio de 2012 y estarán sujetos a un recorte de valoración del 32 %.

ADMISIÓN DE DETERMINADOS CRÉDITOS

Como establecía la Orientación BCE/2012/18, son admisibles los créditos que no cumplen los criterios de admisión del Eurosistema, especificados en la Orientación BCE/2011/14. En este caso, los BCN que decidan aceptar dichos créditos deberán establecer los criterios de admisión y las medidas de control del riesgo conforme a las leyes que rigen en el Estado miembro. Tales criterios y medidas de control estarán sujetos a la autorización previa del Consejo de Gobierno del BCE.

En circunstancias excepcionales, los BCN podrán, con la autorización del Consejo de Gobierno del BCE, aceptar los créditos que estén regidos por las leyes de cualquier Estado miembro distinto del Estado miembro en el que está establecido el BCN aceptante.

ACEPTACIÓN DE DETERMINADAS OBLIGACIONES BANCARIAS GARANTIZADAS POR UN ESTADO

Conforme establecía la Orientación BCE/2012/18, los BCN pueden aceptar las obligaciones bancarias garantizadas por un Estado miembro sujeto a un programa de la Unión Europea/Fondo Monetario Internacional<sup>8</sup>, o por un Estado miembro cuya valoración crediticia no alcance el requisito mínimo del Eurosistema para emisores y garantes de activos negociables, establecido en la Orientación BCE/2011/14<sup>9</sup>.

Las entidades no pueden presentar como garantía en las operaciones de política monetaria obligaciones bancarias emitidas por ellas mismas o por entidades estrechamente vinculadas y garantizadas por una entidad del sector público del Espacio Económico Europeo (EEE)<sup>10</sup>, por un importe que exceda del valor nominal de estas obligaciones ya presentadas como garantía a 3 de julio de 2012.

Por su parte, la Decisión BCE/2013/6, de 20 de marzo, ha fijado el 1 de marzo de 2015 como fecha límite para que las entidades utilicen este tipo de garantías en sus operaciones de política monetaria. En circunstancias excepcionales, el Consejo de Gobierno del BCE podrá acordar exenciones temporales, de un máximo de tres años. La solicitud de exención vendrá acompañada de un plan de financiación en el que la entidad solicitante indique el modo en que el uso propio de tales obligaciones se reducirá progresivamente en el citado plazo de los tres años siguientes a la concesión de la exención.

6 En los préstamos hipotecarios, además de los préstamos para la adquisición de vivienda garantizados por una hipoteca, se incluyen también los que no tengan una hipoteca si la garantía debe abonarse inmediatamente en caso de incumplimiento. Dicha garantía puede prestarse mediante diferentes modalidades contractuales, incluidos los contratos de seguro, siempre que sean suscritos por entidades del sector público o entidades financieras sujetas a supervisión pública. La evaluación crediticia del garante a efectos de dichas garantías deberá equivaler a la categoría 3 de calidad crediticia en la escala de calificación armonizada del Eurosistema durante la vigencia de la transacción.

7 Las pymes son entidades que, independientemente de su forma legal, realizan una actividad económica cuyo volumen de negocios anual o, en su caso, del grupo consolidado es inferior a 50 millones de euros.

8 Actualmente, están sujetos Grecia, Irlanda y Portugal.

9 El requisito de elevada calidad crediticia para los activos negociables se establece en función de ciertos criterios, como la evaluación de la calidad crediticia por parte de las ECAI (agencias externas de evaluación del crédito) aceptada, que debe igualar o superar su umbral de calidad crediticia, que deberá equivaler a la categoría 3 de calidad crediticia en la escala de calificación armonizada del Eurosistema. En caso de que no se disponga de una evaluación (aceptable) de la calidad crediticia del emisor realizada por una ECAI, se puede cumplir el requisito de elevada calidad crediticia a partir de las garantías proporcionadas por avalistas solventes, que debe ajustarse a ciertos requisitos. La solvencia financiera de un avalista se determina a partir de las evaluaciones del crédito efectuadas por ECAI que cumplan el umbral de calidad crediticia.

10 El EEE comenzó a existir el 1 de enero de 1994, con motivo de un acuerdo entre países miembros de la Unión Europea (UE) y de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC). Su creación permitió a los países de la AELC participar en el mercado interior de la UE sin tener que adherirse a la UE. Está integrado por los 28 países de la UE y los miembros de la AELC siguientes: Islandia, Liechtenstein y Noruega.

ADmisión de ciertos activos denominados en libras esterlinas, en yenes japoneses o en dólares estadounidenses como activos de garantía admisibles

Se añade en el texto de la Orientación el contenido de la Orientación BCE/2012/23, de 10 de octubre, por la que se modifica la Orientación BCE/2012/18, de 2 de agosto, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía. De este modo, son admisibles como garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema los activos de renta fija negociables denominados en libras esterlinas, en yenes japoneses o en dólares estadounidenses que cumplan las siguientes condiciones: 1) su emisión, tenencia o liquidación deberán tener lugar en la zona del euro; 2) el emisor estará establecido en el EEE<sup>11</sup>, y 3) el cumplimiento de los restantes criterios de admisibilidad incluidos en el anexo I de la Orientación BCE/2011/14.

El Eurosistema aplica en estos instrumentos una reducción de valoración del 16 % a los activos de garantía denominados en libras esterlinas o en dólares estadounidenses, y del 26 % a los denominados en yenes japoneses.

Admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por la República de Chipre

Los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por la República de Chipre no alcanzan los umbrales de calidad crediticia del Eurosistema aplicables a los instrumentos de renta fija negociables establecidos en el anexo I de la Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema<sup>12</sup>. No obstante, teniendo en cuenta el programa de ajuste económico y financiero para Chipre que se refleja en el Memorando de Entendimiento celebrado entre la República de Chipre y la Comisión Europea<sup>13</sup>, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que los citados instrumentos tienen una calidad crediticia suficiente para su admisión como activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, con independencia de calificaciones crediticias externas. No obstante, se les aplicará unos recortes especiales establecidos en el anexo de esta norma.

Suspensión de los requisitos de umbrales de calidad crediticia para determinados instrumentos negociables

La Orientación incluye en su articulado determinadas decisiones del BCE<sup>14</sup>, de forma que no serán de aplicación los umbrales de calificación crediticia del Eurosistema, recogidos en la Orientación BCE/2011/14, para los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por Gobiernos centrales de Estados miembros sujetos a un programa de la Unión Europea/Fondo Monetario Internacional. Todo ello, salvo que el Consejo de Gobierno decida que el Estado miembro correspondiente no cumple con las condiciones para el apoyo financiero y/o el programa macroeconómico.

- 
- 11 El EEE comenzó a existir el 1 de enero de 1994, con motivo de un acuerdo entre países miembros de la Unión Europea y la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC). Su creación permitió a los países de la AELC participar en el mercado interior de la UE sin tener que adherirse a la UE. Está integrado por los 28 países de la UE y los miembros de la AELC siguientes: Islandia, Liechtenstein y Noruega.
- 12 El requisito de elevada calidad crediticia para los activos negociables se establece en función de ciertos criterios, como la evaluación de la calidad crediticia por parte de las ECAI (agencias externas de evaluación del crédito) aceptada, que debe igualar o superar su umbral de calidad crediticia, que deberá equivaler a la categoría 3 de calidad crediticia en la escala de calificación armonizada del Eurosistema. En caso de que no se disponga de una evaluación (aceptable) de la calidad crediticia del emisor realizada por una ECAI, se puede cumplir el requisito de elevada calidad crediticia a partir de las garantías proporcionadas por avalistas solventes, que debe ajustarse a ciertos requisitos. La solvencia financiera de un avalista se determina a partir de las evaluaciones del crédito efectuadas por ECAI que cumplan el umbral de calidad crediticia.
- 13 A tal efecto, será considerado un Estado miembro de la zona del euro sujeto a un programa de la Unión Europea/Fondo Monetario Internacional a los efectos de lo establecido en la Orientación BCE/2013/4, de 20 marzo, junto con Irlanda, la República Helénica y la República Portuguesa.
- 14 Las decisiones BCE/2011/4, de 31 de marzo de 2011, sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado irlandés; BCE/2011/10, de 7 de julio de 2011, sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado portugués, y BCE/2012/32, de 19 de diciembre de 2012, sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por la República Helénica.

**Medidas contra la reproducción irregular de billetes en euros y sobre el canje y la retirada de billetes en euros**

Finalmente, se modifica puntualmente el anexo III de la Orientación BCE/2007/9, de 1 de agosto, en relación con el cálculo de la franquicia que se aplica a cada entidad de crédito a la hora de calcular sus reservas mínimas<sup>15</sup>.

Se ha publicado la *Orientación BCE/2013/11, de 19 de abril (DOUE del 30)*, por la que se modifica la Orientación BCE/2003/5, de 20 de marzo, sobre la aplicación de medidas contra la reproducción irregular de billetes en euros y sobre el canje y la retirada de billetes en euros. Su finalidad es incluir en su articulado las disposiciones de la recién publicada *Decisión BCE/2013/10, de 19 de abril (DOUE del 30)*, que a su vez introduce ciertas modificaciones técnicas en la Decisión BCE/2003/4, de 20 de marzo de 2003, sobre las denominaciones, especificaciones, reproducción, canje y retirada de los billetes de banco denominados en euros.

Las novedades se centran en el canje de billetes de euros deteriorados. Tal como establecía la Decisión BCE/2003/4, los BCN cobran una tasa por el canje de billetes en euros mutilados o deteriorados como consecuencia de la utilización de dispositivos antirrobo. La tasa es de 10 céntimos por cada billete deteriorado, aunque no se cobrará cuando dicho deterioro sea como consecuencia de un robo o hurto frustrado o consumado.

La Decisión BCE/2013/10 establece que los BCN abonarán a las entidades de servicios de pago<sup>16</sup> que tengan cuenta con ellos el valor de los billetes en euros auténticos accidentalmente deteriorados por dispositivos antirrobo que presenten para su canje, en la fecha de recepción de los billetes. Todo ello, para apoyar los esfuerzos por mejorar la seguridad del ciclo del efectivo y para evitar que se penalice el uso de dispositivos antirrobo.

Las entidades antes mencionadas que presenten para su canje, en una o varias operaciones, billetes deteriorados por un valor mínimo de 7.500 euros, deberán presentar documentación sobre el origen de los billetes y la identificación del cliente o, en su caso, del titular. Esta obligación es también de aplicación en caso de duda en el momento del canje sobre si se ha alcanzado o no dicho umbral, con el fin prevenir la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo<sup>17</sup>.

La orientación y la decisión entraron en vigor el 1 de mayo.

**Banco Central Europeo: prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2013/14, de 15 de mayo (DOUE del 24)*, por la que se modifica la Orientación BCE/2006/4, de 7 de abril, sobre la prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales y países no pertenecientes a la zona del euro y a organizaciones internacionales.

La Orientación BCE/2006/4 velaba para que, entre otras cosas, los servicios de gestión de reservas por el Eurosistema se prestasen con condiciones uniformes, estableciendo unos requisitos mínimos comunes<sup>18</sup> en los contratos con los denominados «clientes». Estos incluían a los países, a los bancos centrales o autoridades monetarias no pertenecientes

<sup>15</sup> Cada entidad de crédito se deduce una franquicia máxima, que tiene por objeto reducir los costes administrativos de gestionar un volumen muy pequeño de reservas mínimas, que está establecido en 100.000 euros.

<sup>16</sup> En particular, las entidades de crédito, así como los proveedores de servicios de pago y cualesquier otra entidad que participe en la manipulación y entrega al público de billetes y monedas.

<sup>17</sup> Conforme establece la Directiva 2005/60/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo.

<sup>18</sup> Así, en dichos contratos debían constar los requisitos mínimos siguientes: a) que la entidad de contrapartida del cliente fuera miembro del Eurosistema, y que el contrato no otorgara por sí mismo derechos o beneficios de cliente frente a otros miembros del Eurosistema (ello no impedía que un cliente tuviera acuerdos con varios miembros del Eurosistema); b) que se determinaran los mecanismos que pueden utilizarse para liquidar los

a la zona del euro, así como a las organizaciones internacionales a las que el Eurosistema presta servicios de gestión de reservas por medio de uno de sus miembros.

Ahora, la Orientación BCE/2013/14 establece un requisito adicional, que consiste en que el cliente debe confirmar al miembro del Eurosistema que cumple las leyes nacionales y de la Unión Europea para prevenir el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo en la medida en que le sean aplicables, incluidas las instrucciones recibidas de las autoridades competentes, y que no está involucrado en este tipo de operaciones.

La orientación entró en vigor el 15 de mayo, y se aplicará a partir de la sexta semana desde su entrada en vigor.

**Nueva normativa comunitaria relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de las empresas de inversión**

Se han publicado el *Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013 (DOUE del 27)*, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012<sup>19</sup>, relativo a los derivados extrabursátiles, a las entidades de contrapartida central y a los registros de operaciones, y la *Directiva 2013/36/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013 (DOUE del 27)*, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero, y se derogan las directivas 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006<sup>20</sup>, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006<sup>21</sup>, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

El Reglamento entró en vigor el 28 de junio, y se aplicará a partir del 1 de enero de 2014, salvo ciertos apartados que tienen un calendario especial de aplicación, algunos de los cuales se reseñan más adelante. Por su parte, la directiva entró en vigor el 17 de julio y deberá ser transpuesta por los Estados miembros antes del 31 de diciembre de 2013, salvo ciertos apartados que lo harán de forma escalonada hasta 2019.

Con ocasión de estas disposiciones, se introducen en la normativa europea las medidas de capital y de liquidez adoptadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) con el objeto de fortalecer la solvencia del sistema bancario. Este conjunto de medidas se conoce como «Basilea III». Asimismo, constituyen un nuevo marco jurídico que regula el acceso a la actividad y a su ejercicio, la supervisión y la gestión prudencial de los riesgos de las entidades de crédito y de las empresas de inversión (en lo sucesivo, las entidades), como primer paso hacia una unión bancaria.

---

valores mantenidos por las entidades de contrapartida de los clientes; c) que determinadas operaciones, en el marco de los servicios de gestión de reservas por el Eurosistema, se ejecutaran con la máxima diligencia; d) que el miembro del Eurosistema pueda hacer propuestas a los clientes sobre el tiempo y la ejecución de una operación a fin de evitar conflictos con la política monetaria y cambiaria del Eurosistema, sin que dicho miembro responda de las consecuencias que esas propuestas puedan acarrear a los clientes, y e) que las comisiones que los miembros del Eurosistema cobren a sus clientes por prestar dichos servicios estén sujetas a revisión.

<sup>19</sup> Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, octubre de 2012, Banco de España, pp. 197-201.

<sup>20</sup> Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2006», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2006, Banco de España, pp. 170-172.

<sup>21</sup> Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2006», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2006, Banco de España, pp. 172-174.

CAPITAL DE NIVEL 1 ORDINARIO	
Partidas integrantes	Deducciones
Capital emitido y desembolsado	Pérdidas del ejercicio en curso y pérdidas esperadas, en su caso
Primas de emisión	Activos intangibles
Ganancias acumuladas y otros resultados acumulados	Capital de nivel 1 ordinario en autocartera
Otras reservas	Las tenencias recíprocas de capital de nivel 1 ordinario en otras entidades del sector financiero
Beneficios provisionales	Las tenencias de capital de nivel 1 ordinario en otras entidades del sector financiero en los que la entidad tiene una participación significativa
	El importe excedente de las partidas que deban deducirse de los elementos del capital de nivel 1 adicional
CAPITAL DE NIVEL 1 ADICIONAL	
Partidas integrantes	Deducciones
Instrumentos híbridos de capital que cumplan ciertas condiciones	Las tenencias en cartera de capital de nivel 1 adicional
Primas de emisión de los citados instrumentos	Las tenencias recíprocas de capital de nivel 1 adicional en otras entidades del sector financiero
	Las tenencias de capital de nivel 1 ordinario en otras entidades del sector financiero en los que la entidad tiene una participación significativa
	El importe excedente de las partidas que deban deducirse de los elementos del capital de nivel 2
CAPITAL DE NIVEL 2	
Partidas integrantes	Deducciones
Instrumentos de capital y préstamos subordinados, que cumplan ciertas condiciones	Las tenencias en cartera de capital de nivel 2
Primas de emisión conexas a esos instrumentos	Las tenencias recíprocas de capital de nivel 2 en otras entidades del sector financiero
En determinados casos, ciertos ajustes por riesgo de crédito	Las tenencias de capital de nivel 2 ordinario en otras entidades del sector financiero en los que la entidad tiene una participación significativa

## REQUISITOS DE FONDOS PROPIOS Y COLCHONES DE CAPITAL

Ratio de capital de nivel 1 ordinario	4,5 % del capital de nivel 1 ordinario sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo
Ratio de capital de nivel 1 (ordinario más adicional)	6 % del capital de nivel 1 sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo
Ratio total de capital	8 % de los fondos propios totales sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo
Colchón de conservación de capital	2,5 % del capital de nivel 1 ordinario sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo
Colchón de capital anticíclico	0 %- 2,5 % del capital de nivel 1 ordinario sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo, que varía según los porcentajes de los colchones anticíclicos que se apliquen en los territorios en que estén ubicadas las exposiciones crediticias de la entidad.
Colchones contra riesgos sistémicos	1 %- 5 % del capital de nivel 1 ordinario sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo. Además, se distinguen las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) de otras entidades de importancia sistémica (OEIS). Para cada una de ellas, las autoridades competentes podrán establecer colchones de capital específicos, que en algunos casos son aditivos y en otros se aplica el mayor de los dos.

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

Véanse en el cuadro 2 las principales novedades referentes a los elementos que integran los fondos propios y las exigencias a las entidades.

NOVEDADES DEL REGLAMENTO  
(UE) N.º 575/2013

El reglamento establece normas uniformes que las entidades deberán cumplir en relación con: 1) las exigencias de fondos propios relativos a elementos del riesgo de crédito, del riesgo de mercado, del riesgo operacional y del riesgo de liquidación; 2) los requisitos destinados a limitar los grandes riesgos; 3) la cobertura del riesgo de liquidez relativos a elementos plenamente cuantificables, uniformes y normalizados, una vez se desarrolle por un acto delegado de la Comisión; 4) el establecimiento de la ratio de apalancamiento, y 5) los requisitos de información y de divulgación pública.

Elementos que integran los fondos propios

El reglamento introduce una revisión del concepto y de los componentes de los fondos propios exigibles a las entidades. Estos están integrados por dos elementos: el capital de nivel 1 (o *Tier 1*) y capital de nivel 2 (o *Tier 2*). A su vez, el capital de nivel 1 es igual a la suma del capital de nivel 1 ordinario (o *Common Equity*) y el capital de nivel 1 adicional. Es decir, el capital de nivel 1 lo forman aquellos instrumentos que son capaces de absorber pérdidas cuando la entidad está en funcionamiento, mientras que los elementos del capital de nivel 2 absorberán pérdidas fundamentalmente cuando la entidad no sea viable.

*El capital de nivel 1 ordinario* está integrado por las siguientes partidas: 1) el capital emitido y desembolsado por las entidades (se consideran las acciones o participaciones emitidas y desembolsadas por las entidades), si concurren las condiciones establecidas en el reglamento; 2) las primas de emisión conexas a los instrumentos de capital; 3) las ganancias y otros resultados acumulados; 4) otras reservas y los fondos para riesgos bancarios generales cuando puedan ser utilizados inmediatamente y sin restricción por las entidades de crédito para la cobertura de riesgos o de pérdidas en cuanto se produzcan estos, y 5) los beneficios provisionales o de cierre de ejercicio antes de que dicha entidad haya adoptado una decisión formal que confirme los resultados finales del ejercicio, previa autorización de la autoridad competente.

Se deducirán del capital de nivel 1 ordinario, entre otros, los siguientes elementos: 1) las pérdidas del ejercicio en curso; 2) los activos intangibles; 3) los activos por impuestos diferentes que dependen de rendimientos futuros; 4) los importes que resulten del cálculo de las pérdidas esperadas, en el caso de entidades que calculen las exposiciones ponderadas por riesgo utilizando el método basado en las calificaciones internas; 5) los activos de fondos de pensiones de prestaciones definidas en el balance de la entidad; 6) los instrumentos propios de capital de nivel 1 ordinario en autocartera; 7) las tenencias recíprocas de instrumentos de capital de nivel 1 ordinario con otras entidades del sector financiero que, a juicio de la autoridad competente, estén destinadas a incrementar artificialmente los fondos propios de la entidad; 8) el importe de los instrumentos que la entidad posea, directa, indirecta o sintéticamente, de capital de nivel 1 ordinario de entidades del sector financiero cuando la entidad mantenga una inversión significativa en esas entidades; 9) el importe excedente de las partidas que deban deducirse de los elementos del capital de nivel 1 adicional de la entidad, y 10) el importe de la exposición de determinados elementos, cuya ponderación de riesgo es del 1.250 %, cuando la entidad deduzca ese importe del importe de los elementos del capital de nivel 1 ordinario como alternativa a la aplicación de una ponderación del 1.250 %.

*El capital de nivel 1 adicional* está formado por determinados instrumentos de capital (instrumentos híbridos) y las primas de emisión conexas a los mismos, que deben cumplir ciertas condiciones; entre otras: 1) que no sean adquiridos por las entidades, filiales o empresas que tengan vínculos de control; 2) que no estén avalados o cubiertos por una garantía otorgada por alguna empresa del grupo que mejore la prelación del crédito en caso de insolvencia o liquida-

ción; 3) que sean de carácter perpetuo y las disposiciones que los regulen no prevean incentivos para reembolsarlos; 4) que, si las disposiciones que los regulan prevén una o más opciones de compra, el ejercicio de dichas opciones dependa exclusivamente de la voluntad del emisor; 5) que puedan ser reembolsados o recomprados solo si se autoriza por parte de las autoridades competentes, que no podrá ser antes de que transcurran cinco años desde la fecha de emisión<sup>22</sup>; 5) que la entidad no indique explícita o implícitamente que la autoridad competente autorizaría una solicitud de reclamación, reembolso o recompra de los instrumentos, y 6) que las disposiciones que regulen los instrumentos establezcan que, en caso de producirse una circunstancia desencadenante de una conversión de deuda en capital<sup>23</sup>, el importe de principal de los instrumentos habrá de amortizarse de manera permanente o temporal, o que los instrumentos habrán de convertirse en instrumentos de capital de nivel 1 ordinario.

Se deducirán del capital de nivel 1 adicional, entre otros, los elementos: 1) las tenencias directas, indirectas y sintéticas de instrumentos propios de capital de nivel 1 adicional en poder de las entidades, incluidos los instrumentos propios de capital de nivel 1 adicional que la entidad pueda estar obligada a adquirir como consecuencia de compromisos contractuales; 2) las tenencias directas, indirectas y sintéticas de instrumentos de capital de nivel 1 adicional en entidades del sector financiero, cuando la entidad posea una tenencia recíproca que, a juicio de la autoridad competente, esté destinada a incrementar artificialmente los fondos propios de la entidad; 3) las tenencias directas, indirectas y sintéticas de instrumentos de capital de nivel 1 adicional en entidades del sector financiero, cuando la entidad mantenga con ellos una inversión significativa, y 4) el importe excedente de las partidas que deban deducirse de los elementos del capital de nivel 2.

*El capital de nivel 2* está integrado, entre otras partidas, por los instrumentos de capital y préstamos subordinados, así como por las primas de emisión conexas a esos instrumentos que reúnan determinadas condiciones, y determinados ajustes por riesgo de crédito en el caso de entidades que calculen las exposiciones ponderadas por riesgo conforme a determinadas provisiones que detalla el reglamento.

Las condiciones que deben cumplir los instrumentos de capital y préstamos subordinados son, entre otras, las siguientes: 1) que no sean adquiridos por las entidades, filiales o empresas que tengan vínculos de control; 2) que el crédito sobre el importe de principal de los instrumentos esté totalmente subordinado a los créditos de todos los acreedores no subordinados; 3) que no estén avalados o cubiertos por una garantía otorgada por alguna empresa del grupo que mejore la prelación del crédito en caso de insolvencia o liquidación; 4) solo pueden ser reembolsados o recomprados si se autoriza por parte de las autoridades competentes, que no podrá ser antes de que transcurran cinco años desde la fecha de emisión<sup>24</sup>; 5) que no indiquen explícita o implícitamente que los instrumentos o los préstamos subordinados serán o podrán ser reembolsados o recomprados rápidamente, según proceda, por la entidad, salvo en caso de insolvencia o liquidación de esta, y que la entidad no indique esto de ningún otro modo, y 6) que las disposiciones que regulen los instrumentos o los préstamos subordinados, según

22 Podrían ser reembolsados o recomprados antes de cinco años, siempre que la entidad los sustituya por instrumentos de fondos propios de igual o superior calidad, o que acredite que, después del reembolso, cumple satisfactoriamente los requisitos combinados de los colchones de capital.

23 Se considerará que existe una circunstancia desencadenante cuando la ratio de capital de nivel 1 ordinario de la entidad a que se refiere el artículo 92, apartado 1, letra a), descienda por debajo de uno de los siguientes valores: 1) 5,125 %, o 2) un nivel superior al 5,125 %, cuando así lo decida la entidad y figure especificado en las disposiciones que regulen el instrumento.

24 Al igual que en los instrumentos de capital de nivel 1 adicional, podrían ser reembolsados o recomprados antes de cinco años, siempre que la entidad los sustituya por instrumentos de igual o superior calidad, o que acredite que, después del reembolso, cumple satisfactoriamente los requisitos combinados de los colchones de capital.

proceda, no faculten al titular para acelerar los pagos futuros previstos de intereses o del principal, salvo en caso de insolvencia o liquidación de la entidad.

Se deducirán del capital de nivel 2, entre otros, los siguientes elementos: 1) las tenencias directas, indirectas y sintéticas de instrumentos propios de capital de nivel 2 poseídas por las entidades, incluidos los instrumentos propios de capital de nivel 2 que la entidad pueda estar obligada a adquirir como consecuencia de compromisos contractuales; 2) las tenencias directas, indirectas y sintéticas de instrumentos de capital de nivel 2 en entidades del sector financiero, cuando la entidad posea una tenencia recíproca que, a juicio de la autoridad competente, esté destinada a incrementar artificialmente los fondos propios de la entidad, y 3) el importe de los instrumentos de capital de nivel 2 que la entidad posea, de manera directa, indirecta y sintética, en entidades del sector financiero cuando la entidad mantenga con ellos una inversión significativa.

La autoridad competente autorizará a una entidad a reducir, recomprar o reembolsar instrumentos de capital de nivel 1 ordinario, capital de nivel 1 adicional o capital de nivel 2 siempre que: 1) la entidad los sustituya por instrumentos de fondos propios de igual o superior calidad en condiciones que resulten sostenibles para la capacidad de ingresos de la entidad; 2) la entidad haya demostrado satisfactoriamente a la autoridad competente que sus fondos propios, tras la citada acción, superan los requisitos de fondos propios exigibles junto con las exigencias de los colchones de capital que se definen en la Directiva 2013/36/UE por un margen que la autoridad competente considere adecuado.

Régimen especial de determinadas partidas en el cómputo de los fondos propios («filtros prudenciales»)

Las entidades no incluirán las siguientes partidas dentro de los fondos propios: 1) las reservas a valor razonable conexas a pérdidas o ganancias por coberturas de flujos de efectivo de instrumentos financieros no valorados a valor razonable, incluidos los flujos de efectivo previstos; 2) las pérdidas o ganancias por pasivos de la entidad valorados a valor razonable que se deriven de cambios en la propia calidad crediticia de la entidad, y 3) todas las pérdidas y ganancias a valor razonable derivadas del propio riesgo de crédito de la entidad relacionado con los pasivos derivados. A tal efecto, las entidades no compensarán las pérdidas y ganancias a valor razonable derivadas del propio riesgo de crédito de la entidad con las derivadas del riesgo de crédito de su contraparte.

Salvo lo mencionado en el párrafo anterior, las entidades no efectuarán ajustes dirigidos a eliminar de sus fondos propios las pérdidas o ganancias no realizadas sobre sus activos o pasivos por su valor razonable. Durante el período comprendido entre el 1 de enero de 2014 y el 31 de diciembre de 2017, las entidades solo incluirán en el cálculo de sus elementos del capital de nivel 1 ordinario un porcentaje aplicable de pérdidas no realizadas, relacionadas con activos o pasivos, valoradas a valor razonable y registradas en el balance, excluyendo las contempladas en el párrafo anterior, así como todas las demás pérdidas no realizadas registradas en la cuenta de resultados.

Del mismo modo, durante ese período las entidades eliminarán de sus elementos del capital de nivel 1 ordinario un porcentaje aplicable de ganancias no realizadas, relacionadas con activos o pasivos, valoradas a valor razonable y registradas en el balance, así como todas las demás ganancias no realizadas, exceptuando aquellas que estén relacionadas con bienes de inversión y se hayan registrado en la cuenta de resultados. El importe residual no se eliminará de los elementos del capital de nivel 1 ordinario. En ambos casos, ese porcentaje está comprendido entre el 20% y el 100%, y se irá aplicando escalonadamente hasta el final del período mencionado.

Por otro lado, cabe reseñar la inclusión de los intereses minoritarios (una vez deducidas determinadas partidas) en el capital de nivel 1 ordinario, nivel 1 adicional y nivel 2 consolidado,

según proceda por la naturaleza de los instrumentos que aporten, siempre que sean de una filial de la entidad y dichos instrumentos pertenezcan a personas distintas de las incluidas en la consolidación. Como salvedad, los intereses minoritarios financiados directa o indirectamente por la empresa matriz de la entidad, o sus filiales, no podrán formar parte del capital de nivel 1 ordinario consolidado.

Requisitos de fondos propios

Las entidades deberán en todo momento cumplir los siguientes requisitos de fondos propios:

- 1) Una ratio de capital de nivel 1 ordinario del 4,5 %.
- 2) Una ratio de capital de nivel 1 (ordinario más adicional) del 6 %.
- 3) Una ratio total de capital del 8 %.

Excepcionalmente, durante el año 2014 las autoridades competentes pueden establecer los siguientes requisitos de fondos propios: una ratio de capital de nivel 1 ordinario comprendido en un intervalo del 4 % al 4,5 %, y una ratio de capital de nivel 1 comprendido en un intervalo del 5,5 % al 6 %.

A las exigencias de los fondos propios mencionados hay que añadir la cobertura de los colchones de capital que se detallan en la Directiva 2013/36/UE, y que se comentarán más adelante.

Las entidades calcularán sus ratios de capital como sigue:

- 1) La ratio de capital de nivel 1 ordinario será igual al capital de nivel 1 ordinario de la entidad expresado en porcentaje sobre el importe total de la exposición en riesgo, tal y como se explica más abajo.
- 2) La ratio de capital de nivel 1 será igual al capital de nivel 1 de la entidad expresado en porcentaje sobre el importe total de la mencionada exposición.
- 3) La ratio total de capital será igual a los fondos propios de la entidad expresados en porcentaje sobre el importe total de dicha exposición.

El importe total de la exposición en riesgo se calculará sumando determinadas partidas; entre ellas: 1) el importe de las exposiciones ponderadas por riesgo de crédito y de dilución con respecto a todas las actividades empresariales de una entidad, excluido el importe de las exposiciones ponderadas por riesgo correspondientes a la cartera de negociación de la entidad; 2) los fondos propios determinados para la cartera de negociación, con respecto al riesgo de posición; 3) los fondos propios determinados para cubrir el riesgo de tipo de cambio, el riesgo de liquidación y el riesgo de materias primas; 4) los fondos propios calculados para cubrir el riesgo de ajuste de valoración del crédito resultante de los instrumentos derivados OTC que no sean derivados de crédito reconocidos a efectos de reducción del importe de las exposiciones ponderadas por riesgo de crédito; 5) los fondos propios determinados con respecto al riesgo operacional; 6) el importe de las exposiciones ponderadas por riesgo determinado con respecto al riesgo de contraparte correspondientes a la cartera de negociación de la entidad en relación con determinados tipos de operaciones y acuerdos; 7) los requisitos de fondos propios determinados con respecto al riesgo operativo, y 8) el importe de las exposiciones ponderadas por riesgo determinado con respecto al riesgo de contraparte correspondientes a la cartera de negociación de la entidad en conexión con determinados tipos de operaciones y acuerdos.

Cabe reseñar que, a excepción de las exposiciones ponderadas por riesgo de crédito y de dilución, así como de contraparte antes mencionadas, en el resto de las exposiciones las entidades multiplicarán por 12,5 los requisitos de fondos propios establecidos.

El reglamento establece determinadas obligaciones de información sobre los fondos propios a las autoridades competentes, así como otras específicas en relación con cada uno de los mercados inmobiliarios nacionales a los que estén expuestas.

En los apartados siguientes del reglamento se detallan ampliamente las exigencias, la gestión y los requisitos de capital de las distintas modalidades de riesgos antes mencionados. Respecto a la normativa anterior, se refuerza la cobertura de determinados riesgos que anteriormente no estaban identificados, sobre todo los que se refieren a riesgos de contrapartida inherentes a los derivados.

#### Riesgo de liquidez

Una de las novedades del reglamento es la regulación pormenorizada del riesgo de liquidez, que anteriormente se mencionaba de una forma genérica. En este sentido, introduce una ratio de liquidez a corto plazo (LCR) y una ratio de financiación estable (NSFR).

En relación con la *ratio de liquidez a corto plazo*, las entidades deberán mantener un colchón de liquidez de nivel apropiado para afrontar cualquier desequilibrio entre las entradas y las salidas de liquidez en graves condiciones de tensión durante un período de treinta días. Asimismo, notificarán a las autoridades competentes los activos líquidos, que cumplen ciertas condiciones fijadas en el reglamento, como son las siguientes: 1) que estén libres de cargas o disponibles; 2) que no sean emitidos por la propia entidad o su entidad matriz o sus filiales; 3) que su precio sea convenido, en general, por los participantes y pueda observarse fácilmente en el mercado, o que su precio pueda determinarse mediante una fórmula sencilla de calcular; 4) que sean garantías reales admisibles para las operaciones de liquidez normales de un banco central de un Estado miembro o, en caso de que los activos líquidos se mantengan para responder a salidas de liquidez en la moneda de un tercer país, del banco central de ese tercer país, y 5) que figuren en lista en un mercado organizado reconocido o sean negociables en mercados activos de venta directa o mediante un simple pacto de recompra en mercados aprobados de recompra.

El valor del activo líquido será su valor de mercado, al que se aplicarán ciertos recortes (que oscilan entre el 0 % y el 20 %) a fin de reflejar, al menos, la duración, el riesgo de crédito y de liquidez y los recortes habituales de las operaciones de recompra en períodos de tensión general de los mercados. Asimismo, también notificarán las entradas y las salidas de liquidez del modo que viene detallado en el reglamento.

Por su parte, este otorga poderes a la Comisión para especificar, mediante acto delegado, los requisitos exigidos para la cobertura del riesgo de liquidez a corto plazo, detallando en qué circunstancias las autoridades competentes deberán imponer niveles específicos de entradas y salidas a las entidades de crédito a fin de tomar en consideración los riesgos a que estén expuestas. El acto delegado se aprobará antes del 30 de junio de 2014 y será aplicable a partir del 1 de enero de 2015 de forma escalonada: 1) el 60 % del requisito de la cobertura de liquidez en 2015; 2) el 70 % a partir del 1 de enero de 2016; 3) el 80 % a partir del 1 de enero de 2017, y 4) el 100 % a partir del 1 de enero de 2018. Dicho calendario se prevé que sea revisado antes del 30 de junio de 2016 para verificar si es conveniente modificarlo, teniendo en cuenta la evolución de los mercados y la normativa internacional.

Entretanto, los Estados miembros podrán mantener o introducir disposiciones nacionales en materia de requisitos de liquidez antes de que se especifiquen y se introduzcan normas mínimas vinculantes a la entrada en vigor del citado acto delegado.

Con respecto a la *ratio de financiación estable*, las entidades se cerciorarán de cumplir debidamente las obligaciones a largo plazo mediante una variedad de instrumentos de financiación estable, tanto en situaciones normales como en situaciones de tensión. Los elementos que lo integran, entre otros, son los siguientes: 1) los instrumentos de capital de nivel 1 y nivel 2; 2) otras acciones preferentes e instrumentos de capital superiores al importe permitido para el nivel 2 con un vencimiento efectivo de, como mínimo, un año, y 3) determinados pasivos detallados en la norma, como los depósitos minoristas.

Finalmente, cuando una entidad no cumpla, o cuando prevea que no va a cumplir la ratio de liquidez a corto plazo, o, en su caso, el de financiación estable, incluso durante los períodos de tensión, lo notificará de inmediato a las autoridades competentes y presentará a estas, sin demoras injustificadas, un plan para restablecer rápidamente su cumplimiento. Hasta tanto no se haya restablecido, la entidad informará diariamente al término de cada día hábil, salvo que las autoridades competentes autoricen una frecuencia de información menor y un plazo de información más largo. Solamente concederán estas autorizaciones basándose en la situación individual de una entidad y teniendo en cuenta la escala y la complejidad de las actividades de la entidad. Asimismo, controlarán la ejecución del plan de restablecimiento y, si procede, exigirán un restablecimiento más rápido.

#### Ratio de apalancamiento

Otra de las novedades del reglamento es la introducción de la ratio de apalancamiento, que será calculada como el capital de la entidad dividido por su exposición total, y se expresará como porcentaje. Las entidades calcularán la ratio de apalancamiento como media aritmética simple de las ratios de apalancamiento mensuales durante un trimestre. El numerador será el capital de nivel 1 y el denominador la exposición total, que será la suma de los valores de exposición de todos los activos y partidas fuera de balance no deducidos al determinar el capital de nivel 1.

Las entidades determinarán el valor de exposición de los activos conforme a ciertos principios; entre ellos: 1) el valor de exposición de una partida del activo será su valor contable resultante tras la aplicación de los ajustes por riesgo de crédito específico, los ajustes por valor adicional y otras reducciones de fondos propios relacionados con la partida del activo, fijadas en el método estándar del cálculo del riesgo de crédito; 2) las garantías reales de naturaleza física o financiera, las garantías personales o la reducción del riesgo de crédito adquirida no se utilizarán para reducir los valores de exposición de los activos, y 3) los préstamos no se compensarán con depósitos.

Asimismo, se determinan el valor de exposición de las operaciones de recompra; las operaciones de préstamo de valores o materias primas en préstamo; las operaciones con liquidación diferida y las operaciones de préstamo con reposición del margen, incluidas las que sean partidas fuera de balance, así como el valor de exposición de las partidas fuera de balance.

Las entidades deberán presentar a las autoridades competentes toda la información necesaria sobre la ratio de apalancamiento y sus componentes.

Antes del 31 de octubre de 2016, la Autoridad Bancaria Europea (ABE), creada por el Reglamento (UE) n.º 1093/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre

de 2010, informará a la Comisión sobre sus conclusiones en ciertos aspectos; entre otros, los siguientes: 1) si esta ratio es el instrumento adecuado para eliminar el riesgo de apalancamiento excesivo por parte de dichas entidades de una forma y en un grado satisfactorios; 2) la definición de los modelos de negocio que reflejen los perfiles globales de riesgo de las entidades y la introducción de niveles diferenciados de la ratio de apalancamiento para dichos modelos de negocio; 3) si es necesario modificar y, en caso afirmativo, de qué forma el método de cálculo de la ratio de apalancamiento a fin de que pueda utilizarse como indicador apropiado del riesgo de apalancamiento excesivo de una entidad, y si sería más adecuado utilizar en el numerador el capital de nivel 1 ordinario como medida del capital de la ratio de apalancamiento con la finalidad prevista de realizar el seguimiento del riesgo de apalancamiento excesivo y, en caso afirmativo, cuál sería la calibración adecuada de la ratio de apalancamiento.

Finalmente, antes del 31 de diciembre de 2016, la Comisión presentará al Parlamento Europeo y al Consejo un informe sobre el impacto y la eficacia de la ratio de apalancamiento, previendo su armonización y entrada en vigor el 1 de enero de 2018. Entre tanto, los Estados miembros pueden aplicar discrecionalmente estas medidas como lo consideren oportuno, incluida la mitigación del riesgo macroprudencial o sistemático de un Estado miembro determinado.

#### Requisitos de información y de divulgación pública

El reglamento establece los requisitos de divulgación de información de las entidades, que deberán contar con una política adecuada para que los datos por ellas divulgados transmitan a los participantes en el mercado una imagen completa de su perfil de riesgo. No obstante, solo estarán obligadas a divulgar información que resulte significativa<sup>25</sup> y que no sea reservada<sup>26</sup> ni confidencial<sup>27</sup>.

Asimismo, las entidades podrán determinar el medio, lugar y modo de verificación más adecuados a fin de cumplir efectivamente los requisitos de divulgación establecidos en la presente parte. Por último, se reseñan los criterios técnicos sobre transparencia y divulgación de información; en concreto, las políticas y objetivos en materia de gestión de riesgos de las entidades.

#### NOVEDADES DE LA DIRECTIVA 2013/36/UE

El objeto de la Directiva consiste, por un lado, en actualizar las disposiciones nacionales relativas al acceso a la actividad de las entidades (entidades de crédito y empresas de inversión) y, por otro, en establecer un marco de regulación prudencial único en la Unión Europea. Dentro de su cuerpo normativo, tiene especial relevancia la regulación de los colchones de capital en el marco de las nuevas normas sobre la adecuación del capital de las entidades.

A continuación se reseñan las novedades más relevantes.

#### Requisitos generales de acceso a la actividad de las entidades de crédito

Al igual que en la normativa anterior, los Estados miembros exigirán que junto con la solicitud de autorización se acompañe: un programa de actividades en el que se indiquen el tipo de operaciones previstas y la estructura organizativa de la entidad de crédito; la iden-

<sup>25</sup> La información se considerará significativa cuando su omisión o presentación errónea pudieran modificar o influir en la evaluación o decisión de un usuario que dependa de dicha información para tomar sus decisiones económicas.

<sup>26</sup> La información se considerará reservada si el hecho de hacerla pública puede socavar su competitividad. Podrá incluir información sobre los productos o sistemas que, de ser revelada a los competidores, reduciría el valor de las inversiones de una entidad.

<sup>27</sup> La información se considerará confidencial si existen obligaciones con respecto a los clientes u otras relaciones con contrapartes que obliguen a una entidad a la confidencialidad.

tidad de, al menos, dos personas encargadas de la dirección efectiva de la actividad; la identidad de los accionistas o socios, directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, que posean participaciones cualificadas<sup>28</sup>, y el importe de dichas participaciones. Como novedad, si no hay participaciones cualificadas, se acreditará la identidad de los veinte mayores accionistas o socios. Igualmente, se mantiene la exigencia de contar con un capital inicial mínimo de cinco millones de euros. Del mismo modo, bajo ciertas condiciones podrán conceder la autorización a categorías particulares de entidades de crédito con un capital inferior que no puede ser menor a un millón de euros.

La autorización concedida y las condiciones de esta las seguirán comunicando a la ABE. Esta podrá elaborar proyectos de normas técnicas de regulación, a fin de especificar: 1) la información que debe proporcionarse a las autoridades competentes en la solicitud de autorización de las entidades de crédito, incluido el programa de actividades; 2) los requisitos aplicables a los accionistas y socios con participaciones cualificadas, y 3) los obstáculos que podrían impedir el ejercicio efectivo de las funciones de supervisión de la autoridad competente.

De igual modo, se mantienen las obligaciones de comunicación y los criterios de evaluación de las personas físicas o jurídicas que pretendan adquirir o deshacerse de una participación cualificada, o bien se pretenda incrementar o reducir tal participación en una entidad de crédito, de manera que la proporción de derechos de voto o de capital poseída sea igual o superior al 20 %, al 30 % o al 50 %, o que la entidad de crédito pase a ser su filial.

Por otro lado, la directiva mantiene la filosofía de la anterior normativa, en el sentido de que las entidades de crédito autorizadas gozarán del pasaporte comunitario o autorización única, válida en toda la Unión Europea, para el ejercicio de todas o parte de las actividades señaladas en la lista del anexo I de la directiva (lista de actividades típicas de las entidades de crédito que se benefician del reconocimiento mutuo), mediante el establecimiento de una sucursal, o por vía de la prestación de servicios. Asimismo, se establecen similares requisitos de información, notificación e interacción entre las autoridades competentes.

Supervisión prudencial de las entidades

La supervisión prudencial de las entidades sigue correspondiendo a las autoridades competentes del Estado miembro de origen, sin perjuicio de las disposiciones que establece la norma en materia de colaboración con las autoridades competentes del Estado miembro de acogida. En especial, se reseña que ambas autoridades se comunicarán mutuamente toda la información relativa a la dirección, gestión y propiedad de estas entidades que pueda facilitar su supervisión, en especial en materia de liquidez, solvencia, garantía de depósitos, limitación de grandes riesgos, y otros factores que puedan influir en el riesgo sistémico planteado por la entidad, como la organización administrativa y contable y mecanismos de control interno.

Las autoridades competentes del Estado miembro de origen informarán de inmediato a las autoridades competentes de todos los Estados miembros de acogida cuando se produzca o quepa razonablemente esperar que se vaya a producir una crisis de liquidez. Dicha información contendrá igualmente los pormenores de la planificación y aplicación del plan de recuperación y de cualquier medida de supervisión prudencial adoptada en ese contexto.

28 La participación cualificada es la posesión directa o indirecta de, al menos, un 10 % del capital o de los derechos de voto o la posibilidad de ejercer una influencia notable en la gestión de dicha empresa.

Otro aspecto importante es la determinación por parte de las autoridades competentes de si los sistemas, estrategias, procedimientos y mecanismos empleados por las entidades, así como los fondos propios y la liquidez mantenidos por ellas, garantizan una gestión y una cobertura sólidas de sus riesgos. También establecerán la frecuencia e intensidad de la revisión y evaluación, teniendo en cuenta la magnitud, importancia sistémica, naturaleza, dimensión y complejidad de las actividades de la entidad de que se trate, y que, en todo caso, se actualizará al menos con periodicidad anual. Además, someterá a pruebas de resistencia a las entidades que supervisan, a fin de facilitar el proceso.

#### Tratamiento de los riesgos

Los Estados miembros velarán para que el órgano de dirección de la entidad apruebe y revise periódicamente las estrategias y políticas de asunción, gestión, supervisión y reducción de los riesgos a los que la entidad esté o pueda estar expuesta, incluidos los que presente la coyuntura macroeconómica en que opera en relación con la fase del ciclo económico.

Las entidades que sean importantes por su tamaño, su organización interna, la dimensión o la complejidad de sus actividades deberán establecer un *Comité de Riesgos* integrado por miembros del órgano de dirección que no desempeñen funciones ejecutivas en la entidad. Sus miembros poseerán los conocimientos, la capacidad y la experiencia necesarios para entender plenamente y controlar las estrategias de riesgo y la propensión a este de la entidad. Las autoridades competentes podrán permitir que las entidades menos importantes establezcan comités mixtos de auditoría y riesgos, cuyos miembros igualmente deberán tener los conocimientos, capacidad y experiencia necesarios para pertenecer tanto al comité de riesgos como al comité de auditoría.

Las autoridades competentes alentará a las entidades que sean importantes por su tamaño, su organización interna o la complejidad de sus actividades, para desarrollar su capacidad de evaluación del riesgo de crédito y utilizar en mayor medida el método basado en calificaciones internas o modelos internos para calcular sus requisitos de fondos propios por riesgo de crédito, en especial cuando sus exposiciones sean significativas en términos absolutos y cuando tengan simultáneamente un gran número de contrapartes significativas. Simultáneamente, dichas autoridades controlarán que dichas evaluaciones no dependan exclusivamente de las calificaciones crediticias externas, como las agencias de calificación crediticia (ECAI), a la hora de evaluar su solvencia.

También alentará la utilización de modelos internos para el cálculo de sus requisitos de fondos propios por: riesgo específico de los instrumentos de deuda de la cartera de negociación; riesgo de impago y de migración, cuando sus exposiciones al riesgo específico sean significativas en términos absolutos y cuando tengan un gran número de posiciones significativas en instrumentos de deuda de diferentes emisores; el de concentración, el de titulización; el de mercado; el de tipos de interés derivado de actividades ajenas a la cartera de negociación; el operacional; el riesgo de liquidez, y el riesgo de apalancamiento excesivo.

#### Gobierno corporativo y políticas remunerativas

Se regulan los principios generales del gobierno corporativo y las políticas remunerativas de las entidades, aunque gran parte de las normas en este ámbito provienen de la Directiva 2006/48/CE, a la que deroga. En relación con el primer asunto, las entidades se dotarán de: 1) sólidos procedimientos de gobierno corporativo, incluida una estructura organizativa clara con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes; 2) procedimientos eficaces de identificación, gestión, control y comunicación de los riesgos a los que esté expuesta o pueda estarlo, y 3) mecanismos adecuados de control interno, incluidos

procedimientos administrativos y contables correctos, así como políticas y prácticas de remuneración que sean compatibles con una gestión adecuada y eficaz de riesgos.

Los Estados miembros velarán por que las entidades que sean importantes por su tamaño, su organización interna o por la complejidad de sus actividades establezcan un *Comité de Nombramientos*, integrado por miembros del órgano de dirección que no desempeñen funciones ejecutivas en la entidad de que se trate.

En relación con las políticas remunerativas, las autoridades competentes velarán para que, al fijar y aplicar la política de remuneración global, las entidades se atengan a principios, aprobados por su órgano de administración, que la hagan compatible con una gestión adecuada y eficaz de riesgos, de modo que no ofrezca incentivos para asumir riesgos que rebasen el nivel de riesgo tolerado por la entidad. La citada política será compatible con la estrategia empresarial, los objetivos, los valores y los intereses a largo plazo de la entidad e incluirá medidas para evitar los conflictos de intereses. Al menos una vez al año, se hará una evaluación interna central e independiente de la aplicación de las políticas de remuneración, al objeto de comprobar si se cumplen las pautas y los procedimientos de remuneración adoptados por el órgano de dirección en su función de supervisión. Por su lado, la remuneración de los altos directivos en las funciones de gestión de riesgos y cumplimiento será supervisada directamente por el comité de remuneraciones o, de no haberse creado dicho comité, por el órgano de administración en su función supervisora.

Teniendo en cuenta los criterios nacionales sobre la fijación de salarios, la política de remuneración establecerá una clara distinción entre: 1) la remuneración de base fija, que debe reflejar principalmente la experiencia profesional pertinente y la responsabilidad en la organización según lo estipulado en la descripción de funciones como parte de las condiciones de trabajo, y 2) la remuneración variable, que debe reflejar un rendimiento sostenible y adaptado al riesgo, así como un rendimiento superior al requerido para cumplir lo dispuesto en la descripción de funciones del empleado como parte de las condiciones de trabajo.

En lo que respecta a los elementos variables de la remuneración, se aplicarán los siguientes principios: 1) cuando la remuneración esté vinculada a los resultados, su importe total se basará en una evaluación en la que se combinen los resultados del individuo y de la unidad de negocio afectada y los resultados globales de la entidad, y al evaluar los resultados individuales se tendrán en cuenta criterios tanto financieros como no financieros; 2) la evaluación de los resultados se inscribirá en un marco plurianual para poder garantizar que el proceso de evaluación se basa en los resultados a largo plazo y que el pago efectivo de los componentes de la remuneración basados en los resultados se escalona a lo largo un período que tenga en cuenta el ciclo económico subyacente de la entidad de crédito y sus riesgos empresariales; 3) el total de la remuneración variable no limitará la capacidad de la entidad para reforzar su base de capital; 4) la remuneración variable garantizada no es compatible con una gestión correcta de los riesgos ni con el principio de recompensar el rendimiento, y no formará parte de posibles planes de remuneración; 5) este tipo de remuneración variable garantizada tendrá carácter excepcional, solo se efectuará cuando se contrate personal nuevo y cuando la entidad posea una base de capital sana y sólida, y se limitará al primer año de empleo, y 6) en la remuneración total, los componentes fijos y los componentes variables estarán debidamente equilibrados. El componente fijo constituirá una parte suficientemente elevada de la remuneración total, de modo que pueda aplicarse una política plenamente flexible en lo que se refiere a los componentes variables de la remuneración, a tal punto que sea posible no pagar estos componentes.

Las entidades establecerán las ratios apropiadas entre los componentes fijos y los variables de la remuneración total, aplicando los siguientes principios: 1) el componente variable no será superior al 100 % del componente fijo de la remuneración total de cada persona (los Estados miembros podrán establecer un porcentaje máximo inferior), y 2) se podrá autorizar a los accionistas, propietarios o miembros de la entidad a aprobar un nivel máximo más alto del coeficiente entre componentes fijos y variables de la remuneración, siempre que el nivel global del componente variable no sea superior al 200 % del componente fijo de la remuneración total de cada persona (los Estados miembros podrán establecer un porcentaje máximo inferior).

Por otra parte, se establecen limitaciones remunerativas para las entidades beneficiarias de la intervención pública, en especial en lo referente a la remuneración variable. Concretamente, se aplicarán, además de los anteriores principios, los siguientes:

- 1) La remuneración variable se limitará estrictamente a un determinado porcentaje de los ingresos netos cuando sea incompatible con el mantenimiento de una base sólida de capital.
- 2) Las autoridades competentes pertinentes exigirán a las entidades que reestructuren las remuneraciones de modo que estén en consonancia con una adecuada gestión de riesgos y un crecimiento a largo plazo, incluso —si procede— estableciendo límites a la remuneración de los miembros del órgano de dirección de la entidad.
- 3) Los miembros del órgano de dirección de la entidad no recibirán ninguna remuneración variable, a menos que se justifique.

Las autoridades competentes recabarán información sobre el número de personas físicas en cada entidad que reciban remuneraciones de un millón de euros o más por ejercicio, incluidas sus responsabilidades en el cargo que ocupa, el ámbito de negocio implicado y los principales componentes del sueldo, los incentivos, las primas a largo plazo y la contribución a la pensión. Esta información se transmitirá a la ABE, la cual la publicará sobre una base agregada por Estado miembro de origen en un formato común. La ABE podrá elaborar directrices para facilitar su aplicación y asegurar la coherencia de la información recabada.

#### Colchones de capital

Siguiendo las recomendaciones del CSBB, la directiva introduce que las entidades de crédito y determinadas empresas de inversión<sup>29</sup> dispongan, además del capital de nivel 1 ordinario para cumplir el requisito de fondos propios, de ciertos colchones de capital, con el fin de asegurarse de acumular, durante períodos de crecimiento económico, una base de capital suficiente para absorber las pérdidas que puedan producirse en períodos de dificultad.

En este orden de cosas, se establece la obligación de mantener un *colchón de conservación de capital* consistente en capital de nivel 1 ordinario igual al 2,5 % del importe total de su exposición ponderada por riesgos de la entidad, establecido en el Reglamento n.º 575/2013, antes comentado. Cuando una entidad no cumpla este requisito, quedará sujeta a las restricciones en materia de distribuciones que se establecen en la directiva. Así, prohibirán a las entidades

<sup>29</sup> No se aplicará a las empresas de inversión que no estén autorizadas a prestar ciertos servicios de inversión, señalados en los anejos de la directiva.

emprender alguna de las siguientes actuaciones: realizar una distribución en relación con el capital de nivel 1 ordinario, asumir una obligación de pagar una remuneración variable o beneficios discrecionales de pensión, pagar una remuneración variable si la obligación de pago se asumió en un momento en que la entidad no se atenía a los requisitos combinados de colchón o realizar pagos vinculados a instrumentos de capital de nivel 1 adicional.

Asimismo, se establece la obligación de mantener un *colchón de capital anticíclico* específico para cada entidad, consistente en capital de nivel 1 ordinario equivalente al importe total de sus exposiciones ponderadas por riesgos multiplicado por la media ponderada de los porcentajes de los colchones anticíclicos que se apliquen en los territorios en que estén ubicadas las exposiciones crediticias de la entidad. Dichos porcentajes serán fijados y revisados trimestralmente por la autoridad competente designada por cada Estado miembro, que se situarán entre el 0 % y el 2,5 %, calibrado en fracciones o múltiplos de 0,25 puntos porcentuales. Puede superar ese porcentaje según las consideraciones que estime oportunas dicha autoridad.

Cuando la autoridad de un tercer país haya fijado y publicado un porcentaje de colchón anticíclico aplicable a su país, se podrá establecer un porcentaje de colchón distinto a efectos del cálculo, por parte de las entidades autorizadas en el ámbito nacional, de su respectivo colchón de capital anticíclico específico, si razonablemente consideran que el porcentaje fijado por la autoridad pertinente del tercer país no es suficiente para proteger debidamente a dichas entidades frente a los riesgos de crecimiento crediticio excesivo en ese país.

El colchón anticíclico tiene carácter adicional al capital de nivel 1 ordinario y al colchón de conservación de capital. Su incumplimiento lleva aparejadas las mismas restricciones que las establecidas para el colchón de conservación del capital.

Finalmente, los Estados miembros pueden establecer la constitución de *colchones contra riesgos sistémicos* con el fin de prevenir o paliar los riesgos sistémicos o macroprudenciales acíclicos a largo plazo, es decir, los riesgos de que se produzca una perturbación del sistema financiero que pueda tener consecuencias negativas graves en dicho sistema y en la economía real de un Estado miembro concreto.

A este respecto, la directiva distingue las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) de otras entidades de importancia sistémica (OEIS), estableciendo el método de identificación de cada una de las dos categorías. Para cada una de ellas, las autoridades competentes podrán disponer de colchones de capital, que tendrán carácter adicional al capital de nivel 1 ordinario. En relación con las EISM, se establecerán hasta cinco subcategorías, que se determinarán en función de su importancia sistémica. Cada EISM mantendrá, en base consolidada, un colchón correspondiente a la subcategoría en la que se clasifique la entidad. Dicho colchón, que constará de capital de nivel 1 ordinario, tendrá un carácter adicional a dicho capital y cuyas exigencias serán como mínimo del 1 %, estableciendo escalones del 0,5 % para cada subcategoría, hasta un máximo del 3,5 % del importe total de las exposiciones ponderadas de riesgos de la entidad. Para las OEIS, las autoridades competentes podrán establecer un colchón de capital de nivel 1 ordinario adicional de hasta un 2 % del importe total de dichas exposiciones.

Al margen de lo establecido en el párrafo anterior, la directiva establece que los Estados miembros podrán establecer un colchón contra riesgos sistémicos que supondrá exigencias adicionales de capital de nivel 1 ordinario, equivalentes, al menos, a un 1 % de las exposiciones totales ponderadas de riesgo ubicadas en el Estado miembro que fije dicho colchón, pudiendo aplicarse asimismo a las exposiciones en terceros países. Hasta el 31 de diciembre de 2014, ese porcentaje puede oscilar hasta el 3 %, para lo cual la autoridad competente deberá explicar

pormenorizadamente las causas de dicha variación. A partir del 1 de enero de 2015 puede llegar hasta el 5% y, en caso de que lo supere, igualmente se acreditarán sus motivos.

Cuando se haya identificado a una entidad de importancia significativa a la que se exige un colchón para EISM o para OEIS, se le aplicará el más elevado de los dos colchones. Cuando se exija a una entidad, en base individual o subconsolidada, un colchón para OEIS y un colchón general contra riesgos sistémicos, también se le aplicará el más elevado de los dos. Finalmente, cuando el colchón contra riesgos sistémicos se aplique a todas las exposiciones ubicadas en el Estado miembro que fije dicho colchón, pero no se aplique a las exposiciones situadas fuera de aquel, el colchón contra riesgos sistémicos será acumulativo con los colchones para EISM u OEIS.

Las entidades que incumplan el establecimiento de los colchones de capital elaborarán un plan de conservación del capital y lo presentarán a la autoridad competente en un plazo que no puede superar los 10 días. Esta evaluará el plan y solo lo aprobará si considera que, de ejecutarse, tiene razonables probabilidades de permitir la conservación u obtención de capital suficiente para que la entidad pueda cumplir los requisitos combinados de colchón a los que esté sujeta en un plazo que la autoridad competente juzgue adecuado. En otro caso, exigirá a la entidad que aumente sus fondos propios hasta ciertos niveles dentro de unos determinados plazos, o quedarán sujetas a las restricciones en materia de distribución de beneficios establecidas en la directiva.

No obstante, los Estados miembros pueden eximir de aquellas a las pequeñas y medianas empresas de inversión si ello no supone una amenaza para la estabilidad del sistema financiero del Estado miembro. La decisión relativa a la aplicación de una exención de este tipo estará plenamente motivada, incluirá una explicación de las razones por las cuales la exención no supone una amenaza para la estabilidad del sistema financiero del Estado miembro que la otorga, y definirá con precisión las pequeñas y medidas empresas de inversión que quedarán exentas.

Por último, se establece un calendario de implantación gradual de estas medidas entre 2014 y 2018. Así, se establece una carencia en 2014 y 2015; en el año 2016 el colchón de conservación de capital consistirá en capital de nivel 1 ordinario igual al 0,625 % del importe total de las exposiciones ponderadas por riesgo, y el colchón de capital anticíclico específico de cada entidad no excederá del 0,625% del importe total de las exposiciones ponderadas por riesgo de la entidad; en 2017 ambos porcentajes serán del 1,25 %, y en 2018 serán del 1,875 %. A partir del 1 de enero de 2019 se situarán en el 2,5 %.

En relación con el colchón contra riesgos sistémicos, será aplicable a partir de 2014, aunque se establece un calendario de aplicación gradual hasta 2018 para los colchones específicos de las EISM y OEIS.

No obstante, los Estados miembros podrán imponer un período transitorio más breve que el indicado. En el supuesto de que un Estado miembro imponga tal período transitorio abreviado, informará de ello a las partes pertinentes, incluidas la Comisión, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), la ABE y el colegio de supervisores oportuno.

#### Otros aspectos de la directiva

Entre otros apartados, se recoge la regulación del capital inicial de las empresas de inversión, que no presenta novedades en relación con la normativa anterior. Este será de 125.000 euros si no negocian con instrumentos financieros por cuenta propia ni aseguran emisiones de instrumentos financieros, y se limitan a desarrollar determinados servicios a la clientela. En el resto de las empresas de inversión, el capital inicial asciende a 730.000 euros.

Aquellas a las que no se les permite tener en depósito dinero o valores de sus clientes tendrán una de las siguientes formas de cobertura: 1) un capital inicial de 50.000 euros o 2) un seguro de responsabilidad civil profesional que cubra todo el territorio de la Unión, u otra garantía comparable para hacer frente a la responsabilidad por negligencia profesional, con una cobertura mínima de un millón de euros por reclamación de daños, y un total de 1,5 millones de euros anuales para todas las reclamaciones, o 3) una combinación de capital inicial y seguro de responsabilidad civil profesional que ofrezca coberturas similares a los dos casos anteriores.

#### Registro Electrónico del Banco de España

Se ha publicado la *Resolución de 18 de junio de 2013, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España (BOE del 24)*, por la que se crea el Registro Electrónico del Banco de España.

El objetivo de la norma es la creación y puesta en funcionamiento de este registro, que se configura como un nuevo instrumento para la presentación telemática de solicitudes, escritos y comunicaciones. En particular, las siguientes:

- 1) La recepción y remisión, por vía electrónica, de solicitudes, escritos y comunicaciones correspondientes a los procedimientos y servicios de la competencia del Banco de España, detallados en el anexo de la resolución, cuando no sean tramitables a través de aplicaciones específicas, y de sus documentos adjuntos; así como la anotación de los asientos de entrada o salida de los citados documentos.
- 2) La constancia y certificación en los supuestos de litigios, discrepancias o dudas acerca de la recepción o remisión de solicitudes, escritos y comunicaciones. De forma excepcional, se admitirán solicitudes, escritos y comunicaciones correspondientes a procedimientos y servicios que no sean de la competencia del Banco de España cuando así se imponga normativamente.

El Registro Electrónico es único para todos los órganos del Banco de España y se integra en el Sistema de Registro General Único, junto con los registros presenciales (el Registro Central y los Registros Auxiliares), por lo que la presentación ante el Banco de España de escritos y solicitudes podrá hacerse con igual eficacia en cualquiera de los citados registros. No obstante, el Banco de España, haciendo uso de las correspondientes habilitaciones normativas, puede acordar la obligatoriedad de la presentación electrónica.

Por otro lado, el Registro Electrónico permitirá la presentación de escritos, solicitudes y comunicaciones todos los días del año durante las 24 horas del día, sin perjuicio de las interrupciones necesarias por razones técnicas u operativas, de las que se informará en la Oficina Virtual con la antelación que resulte posible.

La presentación de solicitudes, escritos y comunicaciones podrá ser rechazada automáticamente por el Registro Electrónico o por cualquiera de las aplicaciones específicas de tramitación electrónica, informando al remitente de las circunstancias de dicho rechazo, que se citan en la norma.

La resolución entró en vigor el 25 de junio.

#### Gobierno corporativo de las entidades de crédito: evaluación de la idoneidad de las personas que dirigen su actividad

La Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, encomienda a la Autoridad Bancaria Europea la elaboración de directrices para la evaluación de la idoneidad de las personas que efectivamente dirigen la actividad de la entidad de crédito. En cumplimiento de esta previsión, la citada autoridad ha emitido en

fecha 22 de noviembre de 2012 directrices en materia de gobierno corporativo de entidades de crédito.

A efectos de mejora y adaptación a las pautas fijadas por las autoridades europeas, se ha publicado el *Real Decreto 256/2013, de 12 de abril* (BOE del 13), por el que se transpone la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, en lo concerniente a la evaluación de la idoneidad de las personas que efectivamente dirigen la actividad de la entidad de crédito, y por el que se incorporan los criterios de la Autoridad Bancaria Europea de 22 de noviembre de 2012, sobre la evaluación de la adecuación de los miembros del órgano de administración y de los titulares de funciones clave.

En primer término, se detallan exhaustivamente las exigencias en materia de honorabilidad comercial y profesional, los conocimientos y experiencia adecuados y, en el caso de los consejeros, la disposición para ejercer un buen gobierno en la entidad requeridas de los miembros de su consejo de administración, de sus directores generales o asimilados, de los responsables de las funciones de control interno y de otros puestos clave para el desarrollo diario de la actividad de la entidad y de su dominante, conforme establezca el Banco de España.

En lo referente a la *honorabilidad comercial y profesional*, se dota al Banco de España de la facultad de evaluar la concurrencia de este requisito, teniendo en cuenta un amplio conjunto de criterios, que pivotan esencialmente sobre tres circunstancias: 1) la trayectoria del cumplimiento profesional y personal de las obligaciones del cargo evaluado; en especial, su historial de solvencia personal y de cumplimiento de sus obligaciones y su actuación profesional, si hubiese ocupado cargos de responsabilidad en entidades de crédito que hayan estado sometidas a un proceso de reestructuración o resolución; 2) las condenas o sanciones por delitos, faltas o infracciones administrativas (teniendo en cuenta oportunamente circunstancias atenuantes como la firmeza o no de la sentencia, la gravedad de la sanción, el tiempo transcurrido u otras análogas)<sup>30</sup>, y 3) la existencia de investigaciones fundadas en relación con delitos económico-financieros.

Si durante el ejercicio de su actividad concurriese en la persona evaluada alguna de las circunstancias anteriores y esta resultase relevante para la evaluación de su honorabilidad, la entidad de crédito lo comunicará al Banco de España en el plazo máximo de 15 días hábiles. Del mismo modo, los miembros del consejo de administración, directores generales o asimilados y otros empleados que sean responsables de las funciones de control interno u ocupen puestos clave para el desarrollo diario de la actividad de la entidad que tuviesen conocimiento de que concurren en su persona alguna de estas circunstancias deberán informar de ello a su entidad.

En relación con los *conocimientos y experiencia adecuados*, deberán contar con una formación del nivel y perfil adecuado, en particular en las áreas de banca y servicios financieros, y experiencia práctica derivada de sus anteriores ocupaciones durante un período de tiempo suficiente. Se tendrán en cuenta para ello tanto los conocimientos adquiridos en un entorno académico como la experiencia en el desarrollo profesional de funciones similares a las que van a desarrollarse en otras entidades o empresas.

---

<sup>30</sup> A estos efectos, el Banco de España podrá establecer un comité de expertos independientes, con el objeto de informar los expedientes de valoración en los que concurra condena por delitos o faltas.

En la valoración de la experiencia práctica y profesional deberá prestarse especial atención a la naturaleza y a la complejidad de los puestos desempeñados, a las competencias y poderes de decisión y responsabilidades asumidos, así como al número de personas a su cargo, al conocimiento técnico alcanzado sobre el sector financiero y a los riesgos que deben gestionar. En todo caso, el criterio de experiencia se aplicará valorando la naturaleza, escala y complejidad de la actividad de cada entidad financiera y las concretas funciones y responsabilidades del puesto asignado en el banco a la persona evaluada.

En segundo lugar, el Real Decreto aporta —como novedad— *la evaluación de la idoneidad de los miembros del consejo de administración en su conjunto*, teniendo en cuenta el diferente perfil de sus componentes, con la finalidad de fortalecer su independencia y autonomía como máximo órgano gestor de la entidad. Adicionalmente, los miembros del consejo de administración deben estar en disposición de ejercer un buen gobierno de la entidad. A efectos de considerar esta cualidad, se tendrá en cuenta: 1) la presencia de potenciales conflictos de interés que generen influencias indebidas de terceros, y 2) la capacidad de dedicar el tiempo suficiente para llevar a cabo las funciones correspondientes. Si durante el ejercicio de su actividad concurriese en algún consejero alguna circunstancia que pudiera alterar su capacidad para ejercer un buen gobierno de la entidad, la entidad de crédito lo comunicará al Banco de España en el plazo máximo de 15 días hábiles.

Por otro lado, las entidades de crédito deberán contar, en condiciones proporcionadas al carácter, escala y complejidad de sus actividades, con *unidades y procedimientos internos* adecuados para llevar a cabo la selección y evaluación continua de su gobierno corporativo y de las personas que asuman funciones de control interno u ocupen puestos clave para el desarrollo diario de la actividad bancaria. Una vez identificados los puestos clave para el desarrollo diario de su actividad bancaria, deberán mantener a disposición del Banco de España una relación actualizada de las personas que los desempeñan, la valoración de la idoneidad realizada por la entidad y la documentación que la acredite.

Aparte de la gestión del registro de altos cargos de la banca, corresponderá al Banco de España la creación y la gestión de un *Registro de consejeros y directores generales* de las entidades dominantes, que no sean entidades de crédito, empresas de servicios de inversión o entidades aseguradoras o reaseguradoras de bancos españoles, donde deberán inscribirse obligatoriamente los consejeros, directores y asimilados de aquellas. Para la inscripción en dicho registro, dichas personas deberán comunicar su nombramiento dentro de los 15 días hábiles siguientes a la aceptación del cargo, incluyendo los datos personales y profesionales que establezca, con carácter general, el Banco de España y declarar expresamente, en el documento que acredite su aceptación del cargo, que reúnen los requisitos de honorabilidad y, en su caso, profesionalidad y disposición para ejercer un buen gobierno de la entidad, y que no se encuentran incursos en ninguna limitación o incompatibilidad establecida en las normas que les fuesen de aplicación.

Finalmente, cabe reseñar que la norma extiende estas exigencias de honorabilidad comercial y de experiencia profesional a la mayor parte de las entidades supervisadas por el Banco de España, como las entidades de dinero electrónico, las entidades de servicios de pago, las sociedades de tasación, los establecimientos de cambio de moneda extranjera y las sociedades financieras mixtas de cartera.

El Real Decreto entró en vigor el 14 de abril. No obstante, se establecen dos plazos transitorios para la adaptación a esta normativa: 1) tres meses desde su entrada en vigor para

el establecimiento de las unidades y procedimientos internos adecuados para llevar a cabo la selección y la evaluación continua de los miembros de su consejo de administración o de su consejo rector, en el caso de las cooperativas de crédito, y de sus directores generales o asimilados, y de las personas que asuman funciones de control interno u ocupen puestos claves para el desarrollo diario de la actividad bancaria conforme a lo establecido en este real decreto, y 2) seis meses desde su entrada en vigor para la sustitución de los consejeros, directores generales o asimilados y otros empleados en los que no concurra la exigida honorabilidad comercial y profesional, no posean los conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones o, en el caso de los consejeros, no estén en disposición de ejercer un buen gobierno de la entidad.

**Acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada**

Se ha publicado la *Ley 8/2013, de 26 de junio (BOE del 27)*, de rehabilitación, regeneración y renovación urbanas, en cuya disposición final decimoquinta se amplía del pasado 30 de junio hasta el próximo 31 de diciembre el plazo de aplicación de las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, recogidas en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre<sup>31</sup>, de reestructuración y resolución de entidades de crédito<sup>32</sup>.

La ley entró en vigor el 28 de junio.

**Central de Información de Riesgos: modificación de su normativa**

Con la finalidad de mejorar el contenido de la CIR, básicamente ampliando la exigencia de información que se debe remitir por las entidades declarantes y su interconexión, y además por exigencia contenida en el marco del Memorando de Entendimiento sobre Condiciones de Política Sectorial Financiera, de 23 de julio de 2012, se ha procedido a actualizar la normativa reguladora de la CIR. Para poder completar esta reforma, era necesario realizar algunas modificaciones en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre<sup>33</sup>, que regula la CIR en su capítulo VI, que se incorporaron en la disposición adicional primera del Real Decreto Ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección de titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero.

Las novedades introducidas en la ley están orientadas básicamente a establecer una distinción clara entre la información exigida en el marco de la CIR exclusivamente en cumplimiento de las obligaciones de información que establezca el Banco de España en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección y demás funciones que tiene legalmente atribuidas, incluidos los datos basados en previsiones propias de las entidades, y aquellos otros datos que también se declaren con la finalidad de facilitarlos a las entidades declarantes para el ejercicio de su actividad.

El desarrollo de estas novedades se ha llevado a cabo mediante la publicación de la *Orden ECC/747/2013, de 25 de abril (BOE del 6 de mayo)*, por la que se modifica la Orden ECO/697/2004, de 11 de marzo, y de la *CBE 1/2013, de 24 de mayo (BOE del 31)*, sobre la CIR, que deroga la CBE 3/1995, de 25 de septiembre, y modifica la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de

<sup>31</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2012», *Boletín Económico*, enero de 2013, Banco de España, pp. 129-135.

<sup>32</sup> El capítulo VII de la Ley 9/2012 establecía que, dentro de los planes de reestructuración y de resolución de las entidades de crédito, se debía incluir la realización de acciones de gestión de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada que tengan emitidos las entidades de crédito afectadas por dichos planes, para asegurar un adecuado reparto de los costes de reestructuración o de resolución de la entidad conforme a la normativa en materia de ayudas de Estado de la Unión Europea y a los objetivos y principios establecidos en la citada Ley: en especial, proteger la estabilidad financiera y minimizar el uso de recursos públicos.

<sup>33</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 75-89.

CBE 3/1995, DE 25 DE SEPTIEMBRE	CBE 1/2013, DE 24 DE MAYO
<b>Declaración de riesgos y finalidad</b>	
La finalidad de la declaración de los datos es tanto facilitarla a las entidades declarantes como servir para las funciones de supervisión e inspección.	Además de declarar datos para facilitarlos a las entidades, se declaran datos para uso exclusivo para las funciones de supervisión e inspección y demás funciones que tiene encomendadas el Banco de España.
Se declara el riesgo de las operaciones existente al final de cada mes.	Además, se exige que se indique mensualmente —desglosado según se trate de principal, intereses ordinarios, intereses de demora o gastos exigibles— los motivos por los que se reduce el riesgo de los préstamos (tales como pago en efectivo, refinanciación, adjudicación de activos, etc.) y, en su caso, el importe de la reducción.
La finalidad de la declaración de datos es facilitarlos a las entidades declarantes para el ejercicio de su actividad.	Además, deben cumplimentar la información exigible que establezca el Banco de España en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección y demás funciones que tiene legalmente atribuidas, incluidos los datos basados en previsiones propias de las entidades.
<b>Riesgos declarables a la CIR</b>	
Los riesgos declarables se clasifican, en función de la naturaleza en la que intervengan los titulares en la operación, en dos categorías: 1) riesgos directos, contraídos con los primeros obligados al pago, y 2) riesgos indirectos, contraídos con los garantes y demás personas que respondan del riesgo en caso de incumplimiento de los titulares de los riesgos directos.	Además, se vinculará cada riesgo directo con los riesgos indirectos que le afectan, así como con las garantías reales afectas al cumplimiento de las obligaciones derivadas de los riesgos directos declarados.
Se declaran los riesgos de forma agregada por tipo de operación, con un umbral de 6.000 euros para los titulares residentes y de 300.000 euros para los no residentes.	Se deben declarar los riesgos de forma individualizada, es decir, operación a operación, y sin que se fije, con carácter general, un umbral mínimo de declaración. Solo se permite declarar datos agregados para los sectores «hogares», «sociedades no financieras» e «instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares», cuando se cumplan determinados requisitos, como que su riesgo acumulado sea inferior a 6.000 euros y los productos sean descubiertos, tarjetas de créditos, anticipos o restos de préstamos a la vista, o préstamos al consumo cuyo importe original sea inferior a 3.000 euros y plazo inferior a 12 meses.
<b>Uso y cesión de datos de la CIR</b>	
La CIR remitirá mensualmente a cada entidad declarante información consolidada de todo el sistema correspondiente a sus acreedores que tengan a final del mes un riesgo acumulado en otra entidad declarante igual o superior a 6.000 euros.	Se incrementa el umbral a 9.000 euros, tanto para la información de retorno mensual como para las peticiones <i>ad hoc</i> de las entidades declarantes.
La CIR facilita el informe correspondiente a la última declaración mensual cerrada.	Además, para las peticiones <i>ad hoc</i> de informes por las entidades declarantes, se facilita otro informe con la declaración cerrada de los seis meses anteriores.
Los titulares de un riesgo declarable a la CIR podrá acceder a toda la información que se facilita a las entidades declarantes y, además, al informe de sus riesgos desglosados por entidades declarantes.	Los titulares de un riesgo declarable a la CIR podrá acceder a toda la información que le afecte, salvo aquellos datos que hayan sido facilitados al Banco de España exclusivamente en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección y demás funciones que tiene legalmente atribuidas. En este caso, en el informe de riesgos se indicará únicamente el nombre de la entidad que ha declarado los riesgos, a fin de que el titular pueda ejercer el derecho de acceso ante ella.

FUENTES: Boletín Oficial del Estado y Banco de España.

estados financieros, que introducen importantes modificaciones en el funcionamiento de la CIR.

La orden entró en vigor el 7 de mayo, y la circular entrará en vigor el 31 de diciembre de este año, estableciendo un régimen transitorio y escalonado de aplicación hasta marzo de 2015 para el cumplimiento de las obligaciones de declaración de determinados «módulos de información» (aunque en algún caso excepcional puede llegar hasta el 31 de diciembre de 2015).

En el cuadro 3 se resumen las novedades más relevantes en relación con la normativa anterior; en especial, la creación de módulos de información para vincular la operación

con los titulares intervenientes, y la declaración de los datos operación a operación, sin que se establezca, con carácter general, un umbral mínimo de declaración.

Se contempla un mayor desglose de los grandes tipos de producto que se declaran actualmente, para poder identificar mejor las características y riesgos de las diferentes operaciones. Con la nueva normativa, la declaración se realizará por módulos de información, con el fin de facilitar la transmisión de los datos y adaptarse a la naturaleza y complejidad diferente de las distintas actividades de las entidades declarantes.

Con objeto de minimizar el coste administrativo que supone el importante incremento de información que se ha de declarar a la CIR, los datos se han dividido en básicos y dinámicos. Los datos básicos son aquellos que por su estabilidad en el tiempo solo se tienen que declarar una vez, salvo que se modifiquen con posterioridad, mientras que los datos dinámicos se deben declarar periódicamente (mensual o trimestralmente, según su naturaleza).

El sistema vinculará, a través de sus módulos, las operaciones con sus titulares, indicando la naturaleza de su intervención (titular de riesgo directo, garante, persona que subvenciona el principal o intereses, etc.). Para facilitar el control y la gestión de los datos, todas las operaciones se identificarán con un código que se mantendrá durante toda su vida. En el caso excepcional por el que la entidad tenga que cambiar el código de una operación a lo largo del tiempo, se vincularán los códigos antiguo y nuevo en el correspondiente módulo.

Especial relevancia tiene el establecimiento de un módulo de vinculación de códigos, en el que cabe destacar la vinculación de operaciones por refinanciaciones, renovaciones, subrogaciones, activos procedentes de operaciones fuera de balance, operaciones transferidas, garantías financieras recibidas y otra operativa. Por su parte, las operaciones garantizadas por otras entidades declarantes a la CIR se tendrán que vincular con las operaciones declaradas por las entidades garantes. Además, la entidad beneficiaria de la garantía deberá facilitar a la entidad garante datos de las operaciones garantizadas a través de la CIR.

La declaración de los activos recibidos en garantía, con información y valoración detallada de estos, es especialmente exhaustiva para los de carácter inmobiliario, vinculándolos en su correspondiente módulo con las operaciones a las que garantizan. Por necesidades supervisoras, y regulados por la circular contable, también se declaran de forma detallada los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas. Esta declaración se ha diseñado para tener en cuenta que un activo puede ser utilizado como garantía de más de una operación, que una operación puede tener más de un activo como garantía y que el valor de los activos puede variar a lo largo del tiempo.

En aplicación del principio de proporcionalidad, las entidades supervisadas solo tienen que declarar los datos relativos a las garantías recibidas, los valores, los instrumentos derivados y los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas, cuando el importe acumulado de cada una de dichas actividades sea igual o superior a 10 millones de euros, aunque dichas entidades deberán mantener en sus bases de datos dicha información a disposición del Banco de España.

Además del riesgo de las operaciones existente al final de cada mes, se exige a las entidades de crédito que indiquen mensualmente —desglosado según se trate de principal, intereses ordinarios, intereses de demora o gastos exigibles— los motivos por los que se

reduce el riesgo de los préstamos (tales como pago en efectivo, refinanciación, adjudicación de activos, etc.) y, en su caso, el importe de la reducción.

Las operaciones reestructuradas, refinanciadas, renegociadas, subrogadas y segregadas deberán ser identificadas y, además, deberá informarse de su vinculación con los datos de las operaciones previamente declaradas a la CIR de las que, en su caso, procedan.

Las operaciones garantizadas por otras entidades declarantes a la CIR se vincularán con las operaciones declaradas por las entidades garantes. Además, la entidad beneficiaria de la garantía deberá facilitar a la entidad garante cuando sea otra entidad declarante, a través de la CIR, datos de las operaciones garantizadas.

En las cesiones de préstamos a terceros en las que se conserve su gestión, las entidades cedentes seguirán declarando los riesgos cedidos como hasta ahora, pero, además, identificarán a los cesionarios, así como el riesgo que continúan asumiendo ellas y el que han pasado a asumir los cesionarios.

Por otro lado, para cada operación declarada en la que continúen asumiendo riesgo las entidades, se facilitará información contable y la relativa a los requerimientos de recursos propios, la calificación crediticia, las provisiones específicas constituidas, la exposición ponderada por riesgo, la probabilidad de incumplimiento, etc.

#### RIESGOS DECLARABLES A LA CIR

Una de las novedades más relevantes es la obligación de declarar los riesgos de forma individualizada, es decir, operación a operación, sin que se fije, con carácter general, un umbral mínimo de declaración. Hasta ahora, se venía haciendo de forma agregada por tipo de operación, con un umbral de 6.000 euros para los titulares residentes y de 300.000 euros para los no residentes. A partir de la entrada en vigor de la norma, solo se permite declarar datos agregados, con carácter trimestral, para los titulares pertenecientes a los sectores «hogares», «sociedades no financieras» e «instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares», cuando se cumplan determinados requisitos, entre los que se encuentra que su riesgo acumulado sea inferior a 6.000 euros y los productos sean descubiertos, tarjetas de crédito, anticipos de pensiones o nóminas o restos de préstamos a la vista, o préstamos al consumo cuyo importe original sea inferior a 3.000 euros y plazo inferior a 12 meses.

Como excepciones, cabe señalar que el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito no declarará las garantías que preste ante entidades declarantes como consecuencia de esquemas de protección de activos comprendidos en planes de actuación o reestructuración, o en otras medidas de apoyo a entidades de crédito adoptadas conforme a la normativa que regula su funcionamiento. Por su parte, las sociedades de reafianzamiento no declararán las operaciones en las que reafiancen las garantías financieras y los avales y otras cauciones no financieros prestados por otras entidades declarantes a la CIR.

Los riesgos declarables a la CIR son las operaciones instrumentadas en forma de: 1) préstamos, clasificándolos en crédito comercial, crédito financiero, arrendamientos financieros y adquisiciones temporales de activos; 2) valores representativos de deuda, como las obligaciones y demás valores que creen o reconozcan una deuda para su emisor y se instrumenten en títulos o en anotaciones en cuenta; 3) garantías financieras que exigen que el emisor efectúe pagos específicos para reembolsar al acreedor por la pérdida en la que incurre cuando el deudor incumpla su obligación de pago, con independencia de su forma jurídica; 4) compromisos firmes de conceder préstamos con unas condiciones y

términos preestablecidos; 5) otros compromisos con riesgo de crédito<sup>34</sup>, y 6) préstamos de valores, en los que la entidad declarante cede al prestatario la plena titularidad de unos valores con el compromiso de devolver otros de la misma clase que los recibidos sin efectuar ningún desembolso, salvo el pago de comisiones.

Por su parte, y de forma similar a la normativa anterior, los riesgos declarables se clasifican, en función de la naturaleza en la que intervengan los titulares en la operación, en dos categorías: 1) riesgos directos, contraídos con los primeros obligados, y 2) riesgos indirectos, contraídos con los garantes y demás personas que respondan del riesgo en caso de incumplimiento de los titulares de los riesgos directos.

El importe del riesgo directo es la suma de los importes dispuestos (principal, intereses y comisiones vencidos, intereses de demora y gastos exigibles) más los importes disponibles (con disponibilidad inmediata y condicionada). En el riesgo indirecto se computa el riesgo máximo que garantiza el titular de las operaciones en las que interviene exclusivamente como garante o porque haya comprometido su firma en operaciones de cartera comercial o efectos financieros.

#### USO Y CESIÓN DE DATOS DE LA CIR

La CIR remitirá mensualmente a cada entidad declarante información consolidada de todo el sistema correspondiente a sus acreditados que tengan a final del mes un riesgo acumulado en otra entidad declarante igual o superior a 9.000 euros (anteriormente, este umbral estaba fijado en 6.000 euros). En consecuencia, los datos de los titulares cuyo riesgo acumulado en una entidad sea inferior a esa cantidad no se facilitarán a las entidades declarantes, habida cuenta de que se declaran a la CIR, exclusivamente, en cumplimiento de las obligaciones de información establecidas por el Banco de España en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección, y demás funciones que tiene legalmente atribuidas.

En relación con la información que se proporciona a las entidades declarantes, cuando soliciten datos de un cliente potencial, a partir de entrada en vigor de la norma, la CIR facilitará dos informes: el correspondiente a la última declaración mensual cerrada y, como novedad, el de la declaración cerrada seis meses antes. Asimismo, se precisa que las entidades declarantes únicamente podrán tratar la información que les facilite la CIR para la valoración del riesgo relacionado con las operaciones que justifican la solicitud del informe, no pudiendo emplear los datos para ninguna otra finalidad.

El Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y las sociedades de reafianzamiento podrán solicitar que la CIR les envíe los informes de riesgos de los titulares de operaciones en las que figuren como titulares de riesgos indirectos.

Asimismo, se regula el derecho de acceso de los titulares, con ciertas novedades. De este modo, cualquier persona —física o jurídica— que figure como titular de un riesgo declarable a la CIR podrá acceder a toda la información que le afecte, salvo aquellos datos que hayan sido facilitados al Banco de España exclusivamente en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección y demás funciones que tiene legalmente atribuidas. En este caso, en el informe de riesgos se indicará únicamente el nombre de la entidad que ha declarado los riesgos, a fin de que el titular pueda ejercer el derecho de acceso ante ella.

<sup>34</sup> En concreto, los avales y cauciones prestados que no cumplan la definición de garantía financiera, los créditos documentarios irrevocables y los disponibles en otros compromisos (pólizas de riesgo global-multiuso y líneas de avales, créditos documentarios y créditos por disposiciones).

En los demás supuestos, la CIR entregará a los titulares dos informes de riesgos referidos a la última fecha con datos disponibles. En uno, se incluirá la misma información que se facilita a las entidades declarantes al final de cada proceso mensual y, en el otro, se desglosará dicha información operación a operación, indicando el nombre de la entidad declarante y sus importes.

MODIFICACIONES  
DE LAS NORMAS DE  
INFORMACIÓN FINANCIERA  
PÚBLICA Y RESERVADA

Se modifica la CBE 4/2004 para incluir nuevos estados y modificar otros, así como para actualizar el registro contable especial de operaciones hipotecarias y el esquema de sectorización mínima en la base de datos. En concreto, se incluyen nuevos estados para obtener datos individualizados de los instrumentos derivados, instrumentos de patrimonio y activos adjudicados o recibidos en pago de deudas, así como algunos datos de los valores representativos de deuda complementarios a los declarados a la CIR. En aplicación del principio de proporcionalidad, se contempla la exclusión de enviar información de dichas actividades cuando su importe acumulado en cada una de ellas sea inferior a 10 millones de euros. Las entidades que vengan presentando alguno de los citados estados continuarán remitiéndolos cuando su importe descienda por debajo de ese umbral hasta que el Banco de España les comunique por escrito que no tienen que enviarlos obligatoriamente.

Por otro lado, se modifican ciertos estados de la CBE 4/2004, con objeto de solicitar información necesaria para la confección de las estadísticas de la balanza de pagos, conforme a los requerimientos estadísticos de la Unión Económica y Monetaria, y se añaden nuevos estados, que incluyen, entre otros aspectos, información sobre el coste de la financiación captada en el mes correspondiente a negocios en España.

Instituciones de inversión colectiva: documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto informativo

Se ha publicado la *Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV (BOE del 24)*, sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva (IIC), que sustituye a la Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV, sobre folletos explicativos de las IIC, para adecuar su contenido a la normativa comunitaria, y cuya entrada en vigor fue el 25 de mayo.

Con esta circular se completa la transposición de la normativa europea relativa a determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)<sup>35</sup>, que se inició en nuestro país con la publicación de la Ley 31/2011, de 4 de octubre, que modificó la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, y con el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprobó el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre<sup>36</sup>.

35 Véase la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), que entró en vigor el 1 de julio de 2011, desarrollada por el Reglamento (UE) número 583/2010, de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE en lo que atañe a los datos fundamentales para el inversor y a las condiciones que deben cumplirse al facilitarse esos datos o el folleto en un soporte duradero distinto del papel o a través de un sitio web. Conforme a esta nueva normativa, el documento con los datos fundamentales para el inversor sustituyó al anterior folleto simplificado, logrando así la armonización a escala europea del documento que recoge aquellos datos fundamentales de las IIC armonizadas que un inversor necesita conocer para poder adoptar una decisión fundada sobre su inversión, presentado en un formato corto, conciso y claro.

36 La circular desarrolla las facultades otorgadas por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, que habilitó a la CNMV para determinar el contenido y la forma de presentar el documento con los datos fundamentales para el inversor, así como para establecer para las IIC no armonizadas, y en función de la clase, tipo o categoría a la que pertenezca la IIC, las especialidades que resultaran necesarias. Del mismo modo, le habilitó para determinar el contenido y la forma de presentar el folleto informativo, así como las especialidades que resulten necesarias, pudiendo exigir la inclusión en los folletos de cuanta información adicional, advertencias o explicaciones estime necesarias para la adecuada información y protección de los inversores y la transparencia del mercado.

La circular persigue, entre otros aspectos, un triple objetivo: 1) regular el documento con los datos fundamentales para el inversor, estableciendo las especialidades que resulten necesarias para las IIC inmobiliarias y las de inversión libre; 2) establecer los modelos del documento y del folleto de las IIC, y 3) adecuar el contenido de la circular a las recientes modificaciones legislativas, relativas, entre otras, a los supuestos que otorgan derecho de separación a los partícipes.

ASPECTOS RELEVANTES  
DEL DOCUMENTO CON LOS  
DATOS FUNDAMENTALES PARA  
EL INVERSOR Y DEL FOLLETO

Este documento deberá ser imparcial, claro y no inducir a confusión, y se facilitará de modo que los inversores sean capaces de distinguirlo de otra información disponible. Se redactará de forma concisa y en lenguaje no técnico y comprensible por el inversor medio, a fin de que esté en condiciones razonables de comprender las características esenciales, la naturaleza y los riesgos del producto de inversión que se le ofrece y de adoptar decisiones de inversión fundadas sin necesidad de recurrir a otros documentos.

La CNMV podrá exigir a las IIC no armonizadas (es decir, que no cumplan con los requisitos de la Directiva 2009/65/CE) o, en su caso, a sus gestoras y depositarios la inclusión en dicho documento de la información adicional, advertencias o explicaciones que estime necesarias para la adecuada información y protección de los inversores y la transparencia del mercado.

Tanto el documento con los datos fundamentales para el inversor como el folleto deberán actualizarse cuando se produzcan modificaciones de sus elementos esenciales, que se detallan en la norma. Adicionalmente, la circular especifica los casos en los que en la citada comunicación se deberá mencionar el derecho de separación de los partícipes. Este derecho les otorga la posibilidad de optar, durante el plazo de 30 días naturales contados a partir de la remisión de la comunicación, por el reembolso o traspaso de sus participaciones, total o parcial, sin deducción de comisión de reembolso ni gasto alguno, por el valor liquidativo que corresponda a la fecha del último día del plazo de información.

En determinados supuestos en que proceda otorgar derecho de separación o de información previa a los partícipes de fondos que cuenten con una garantía, deberá advertirse expresamente en la comunicación que los reembolsos realizados no están garantizados, y se informará de la situación del valor liquidativo del fondo y de la pérdida en que se incurría, en su caso, respecto al mínimo garantizado.

Finalmente, se especifican los supuestos en los que la CNMV puede actualizar de oficio determinados apartados de ambos documentos, en especial cuando tenga por objeto adecuarlos a la normativa vigente o para incluir advertencias a fin de mejorar la información que se ofrece a los inversores.

ESPECIALIDADES  
DEL DOCUMENTO CON LOS  
DATOS FUNDAMENTALES PARA  
EL INVERSOR Y DEL FOLLETO  
EN DETERMINADOS SUPUESTOS

La circular establece ciertas especialidades relativas al documento con los datos fundamentales y al folleto para las IIC de carácter no financiero, las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre, que afectan a su extensión, a la información sobre la evolución histórica de la IIC y a la determinación del perfil de riesgo de estas IIC. También se establecen especialidades para las IIC cuyo objeto sea desarrollar una política de inversión que replique o reproduzca, o que tome como referencia, un determinado índice bursátil o de renta fija, y para los fondos de inversión cotizados y de las SICAV índice cotizadas. En estos casos, se describen otros contenidos adicionales referentes a técnicas de gestión eficiente de la cartera e instrumentos financieros derivados, así como a la gestión de las garantías en relación con esta operativa. Así, entre otros aspectos, las IIC deberán incluir

FORMA Y CONTENIDO  
DEL DOCUMENTO CON LOS  
DATOS FUNDAMENTALES PARA  
EL INVERSOR Y DEL FOLLETO

una descripción detallada de los riesgos derivados de estas actividades; en particular, el riesgo de contraparte y los posibles conflictos de interés, así como su repercusión sobre su rentabilidad. El uso de estas técnicas e instrumentos deberá llevarse a cabo en el mejor interés de la IIC.

La forma y el contenido de ambos documentos deberán ajustarse a los modelos incluidos en los anejos de la circular. No obstante, la CNMV podrá exigir a las IIC o, en su caso, a sus gestoras y depositarios la inclusión de cuanta información adicional, advertencias o explicaciones estime necesarias, para la adecuada información y protección de los inversores y la transparencia del mercado.

Finalmente, se actualizan ciertos aspectos de la Circular 5/2007, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre hechos relevantes de las IIC; de la Circular 4/2008, de 11 de septiembre, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de las IIC y del estado de posición, y de la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV, sobre operaciones con instrumentos derivados de las IIC.

Servicios de inversión:  
obligaciones de  
información a los clientes  
en relación  
con la evaluación  
de la conveniencia  
e idoneidad de los  
instrumentos financieros

Se ha publicado la *Circular 3/2013, de 12 de junio, de la CNMV (BOE del 19)*, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.

La circular, que entrará en vigor el 19 de agosto, desarrolla las facultadas otorgadas a la CNMV por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificada por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito<sup>37</sup>, siendo de aplicación a las entidades que presten servicios de inversión (en adelante, las entidades)<sup>38</sup>.

A continuación se reseñan las novedades más relevantes.

OBLIGACIONES  
DE INFORMACIÓN EN EL  
PROCESO DE EVALUACIÓN  
DE LA IDONEIDAD

Para evaluar la idoneidad en materia de inversión a sus clientes, las entidades deberán proporcionar por escrito o mediante otro soporte duradero una descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor. La recomendación deberá ser coherente con todos los aspectos evaluados al cliente y la descripción deberá referirse, al menos, a los términos en que se haya clasificado el producto o servicio de inversión tanto desde el punto de vista del riesgo de mercado, de crédito y de liquidez, como de su complejidad, así como a la evaluación de la idoneidad realizada al cliente. Cuando se trate de inversores profesionales, la entidad podrá omitir esta explicación en lo relativo a los conocimientos y experiencia, así como a su situación financiera. La descripción podrá ser abreviada cuando se realicen recomendaciones sobre un mismo tipo o familia de productos de forma reiterada<sup>39</sup>.

37 Ley 24/1988 facultó a la CNMV para requerir que, en la información que se entregue a los inversores con carácter previo a la adquisición de un producto, se incluyan cuantas advertencias estime necesarias relativas al instrumento financiero, y en particular aquellas que destaque que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad. Igualmente, podrá requerir que estas advertencias se incluyan en los elementos publicitarios.

38 Son empresas de servicios de inversión las siguientes: 1) las sociedades y agencias de valores; 2) las sociedades gestoras de carteras, y 3) las empresas de asesoramiento financiero. Asimismo, pueden prestar determinados servicios de inversión y servicios auxiliares las entidades de crédito y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que estuvieran autorizadas para ello.

39 Se considerará que un producto es de un mismo tipo o pertenece a una misma familia de productos cuando la complejidad de sus características y la naturaleza de sus riesgos sean similares, teniendo en cuenta al menos los riesgos de mercado, de liquidez y de crédito.

OBLIGACIONES  
DE INFORMACIÓN EN EL  
PROCESO DE EVALUACIÓN  
DE LA CONVENIENCIA

Las entidades que evalúen los conocimientos y la experiencia de los clientes al prestarles un servicio de inversión distinto del asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras deberán entregar al cliente una copia del documento que recoja la evaluación realizada. La evaluación deberá ser coherente con toda la información proporcionada por el cliente o disponible por la entidad y utilizada en la evaluación. Esta documentación deberá entregarse cada vez que se realice la evaluación de un tipo o familia de productos determinados.

La entidad deberá acreditar el cumplimiento de la obligación de esta información, a cuyos efectos podrá realizarlo recabando una copia firmada por el cliente del documento entregado en el que deberá figurar la fecha en que se realiza dicha entrega, a través del registro de la comunicación al cliente por medios electrónicos, o por cualquier otro medio que resulte fehaciente.

Cuando la evaluación no pueda realizarse porque el cliente no proporcione información suficiente, o la entidad considere que el servicio o producto no es adecuado para el cliente, deberá advertírselo, en el sentido de que no es conveniente para el inversor, dado que carece de los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del instrumento financiero sobre el que va a operar.

Cuando la operación se realice sobre un instrumento de carácter complejo, la entidad deberá recabar la firma por el cliente del texto de la expresión común que se establece para el caso de que la evaluación no puede realizarse, unida a una expresión manuscrita por él en la que conste que dicho producto es complejo y por falta de información no ha podido ser evaluado como conveniente para el inversor. Igualmente, cuando la entidad preste un servicio relativo a instrumentos de carácter complejo diferente del asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras y desee incluir en la documentación que debe firmar el inversor una manifestación en la que conste que no se le ha prestado el servicio de asesoramiento en esa operación, deberá recabar la firma del cliente junto con una expresión manuscrita que indique que no ha sido asesorado en dicha operación.

REGISTRO ACTUALIZADO  
DE CLIENTES EVALUADOS  
Y PRODUCTOS NO ADECUADOS

Al objeto de facilitar la actividad supervisora tanto de la CNMV como de los órganos de control interno, las entidades deberán mantener un registro actualizado de clientes evaluados y productos no adecuados, que reflejará, para cada cliente, los productos cuya conveniencia haya sido evaluada previamente con resultado negativo. Ello sin perjuicio de que las entidades puedan realizar tantas evaluaciones a los clientes como estimen oportunas.

En cumplimiento de la obligación de mantener adecuadamente informados a los clientes en todo momento, las entidades deberán facilitar de forma gratuita la información sobre su situación particular contenida en este registro a los clientes que la soliciten.

OTRAS NOVEDADES

Cuando el FROB acuerde la realización de acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada de las previstas en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, no resultarán de aplicación las obligaciones de evaluación de la conveniencia, debido a su carácter vinculante y a que no es necesario el consentimiento previo de los inversores.

Cuando las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada se realicen a instancias de la entidad emisora y con carácter voluntario para el inversor, la entidad podrá proponer a la CNMV que el contenido de la advertencia y el manuscrito a

que se refieren las normas anteriores puedan ajustarse a las especiales características de la operación que se ofrece al inversor.

**Remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de las cajas de ahorros que emitan valores negociados**

Se ha publicado la *Circular 4/2013, de 12 de junio, de la CNMV* (BOE del 24), que establece los modelos de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

La circular desarrolla las facultades otorgadas a la CNMV por la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. En concreto, le habilitaba para detallar el contenido y la estructura de los informes de remuneraciones, a cuyo efecto podía establecer modelos o impresos con arreglo a los cuales las diferentes entidades deberán hacer públicos aquellos.

Haciendo uso de esas facultades, se incluyen en los anejos de la circular los modelos a los que debe ajustarse el formato, el contenido y la estructura de los informes anuales de remuneraciones de las sociedades anónimas cotizadas y de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

Para su difusión como hecho relevante, los citados informes se presentarán en el Registro Electrónico de la CNMV.

La circular entró en vigor el 25 de junio, y resultará de aplicación a los informes sobre remuneraciones que se tengan que someter a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día, de las juntas generales ordinarias de accionistas o asambleas generales ordinarias que se celebren a partir del 1 de enero de 2014.

**Informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores negociados**

Se ha publicado la *Circular 5/2013, de 12 de junio, de la CNMV* (BOE del 24), que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

Al igual que la norma anterior, la CNMV desarrolla las facultades otorgadas por la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, para detallar el contenido y estructura de los informes anuales de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación, pudiendo establecer los modelos o impresos correspondientes.

Dichos modelos figuran en los anejos de la circular con arreglo a los cuales dichas entidades deberán presentar y difundir sus informes anuales de gobierno corporativo.

Igualmente, para su difusión como hecho relevante, los informes deberán presentarse en el Registro Electrónico de la CNMV.

La circular entró en vigor el 25 de junio, y resultará de aplicación a los informes anuales de gobierno corporativo que las entidades deban presentar a partir del 1 de enero de 2014.

**Modificación  
del Reglamento de las  
agencias de calificación  
crediticia**

Se ha publicado el *Reglamento (UE) n.º 462/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo (DOUE del 31)*, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009, sobre las agencias de calificación crediticia (ACC). Entre otros, los objetivos de este reglamento son: 1) reforzar la independencia de las ACC; 2) mejorar la publicidad y fomentar el empleo de métodos y procesos sólidos de calificación crediticia; 3) regular los riesgos relacionados con las calificaciones soberanas, y 4) reducir la dependencia excesiva de los participantes en el mercado con respecto a las calificaciones crediticias.

El reglamento entró en vigor el 20 de junio, aunque establece un régimen transitorio y escalonado de aplicación para determinados aspectos hasta junio de 2018.

A continuación se detallan las novedades más relevantes.

**REFUERZO DE LA  
INDEPENDENCIA  
DE LAS ACC**

Se refuerzan las condiciones de independencia aplicables a las ACC, a fin de elevar el nivel de credibilidad de las calificaciones emitidas con arreglo a ese modelo. El Reglamento (CE) n.º 1060/2009 imponía a las ACC la obligación de aplicar un mecanismo de rotación que diera lugar a cambios graduales en los equipos de análisis y en los comités de calificación crediticia, con el fin de que la independencia de los analistas de calificaciones y de las personas responsables de aprobar las calificaciones crediticias no se viera comprometida. Ahora este mecanismo de rotación se extiende a las propias ACC en relación con las retitulizaciones<sup>40</sup>, limitando a cuatro años el período durante el cual una ACC puede emitir de forma continuada calificaciones sobre nuevas retitulizaciones con activos subyacentes de una misma entidad originadora. Se exime de este mecanismo de rotación a las ACC de menor tamaño; en concreto, aquellas ACC en las que haya menos de 50 empleados, a escala de grupo, dedicados a actividades de calificación crediticia o en las que las actividades de calificación crediticia generen, a escala de grupo, un volumen de negocios anual inferior a 10 millones de euros.

También se exige una separación estricta entre la ACC saliente y la ACC entrante en caso de rotación, así como entre las dos agencias que presten servicios de calificación crediticia en paralelo al mismo emisor. En estos casos, las ACC no deben estar vinculadas por una relación de control, por pertenecer al mismo grupo de agencias, por ser accionistas o socios de cualquiera de las demás agencias de calificación crediticia o poder ejercer en ella derechos de voto, o por su capacidad de nombrar a los miembros de los consejos de administración o de supervisión de cualquiera de las demás agencias de calificación.

Otros aspectos orientados a garantizar dicha independencia es una regulación más estricta de los supuestos de conflictos de intereses, que ahora se extiende a los accionistas o socios de la ACC. De este modo, una ACC debe abstenerse de emitir calificaciones crediticias, o debe comunicar que la calificación puede verse afectada, cuando un accionista o socio que posea el 10 % de los derechos de voto también sea miembro del consejo de administración o de supervisión de la entidad calificada o haya invertido en esta cuando la inversión alcance un cierto volumen. Asimismo, debe hacerse público el hecho de que un accionista o socio que posea como mínimo el 5 % de los derechos de voto de esa ACC haya invertido en la entidad calificada o sea miembro del consejo de administración o de supervisión de esta, al menos si la inversión alcanza un cierto volumen. Además, un accionista o socio que pueda ejercer una influencia dominante en la actividad económica de la ACC no debe prestar servicios de consultoría o asesoramiento a la entidad calificada o

<sup>40</sup> Se entiende por retitulización una titulización en la que al menos una de las exposiciones subyacentes de esta es, a su vez, una titulización.

a un tercero vinculado con respecto a su estructura social o jurídica, su activo, su pasivo o sus actividades.

Finalmente, los accionistas o socios de una ACC que posean por lo menos un 5 % del capital o de los derechos de voto no podrán poseer un 5 % o más del capital de cualquier otra ACC o ejercer una influencia dominante sobre cualquier otra, salvo que pertenezcan al mismo grupo de agencias.

#### MAYOR PUBLICIDAD Y MEJORA EN LOS MÉTODOS Y EN LOS PROCESOS DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS

El reglamento prevé que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) establezca en su sitio web una *Plataforma Europea de Calificación* que, entre otros aspectos, incluirá las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia<sup>41</sup> emitidas por las ACC. A dicha plataforma tendrán acceso los inversores, los emisores y otras partes interesadas. Asimismo, el Registro Central, establecido por la AEVM, en el que las ACC comunicaban información acerca de sus resultados históricos, se incorporará a la citada plataforma.

En relación con los métodos y procesos de calificación crediticia, las ACC deberán establecer, mantener, aplicar y documentar una estructura de control interno eficaz que regule la aplicación de políticas y procedimientos para la prevención y el control de posibles conflictos de intereses, y que garantice la independencia de las calificaciones crediticias. Asimismo, deberán establecerse procedimientos normalizados de trabajo en relación con la gobernanza de las empresas, la organización y la gestión de los conflictos de intereses. Los procedimientos normalizados de trabajo deben revisarse y controlarse periódicamente para evaluar su eficacia y si deben actualizarse.

Cuando las ACC se propongan modificar sustancialmente sus métodos, modelos o hipótesis fundamentales de calificación existentes o utilizar otros nuevos que puedan afectar a las calificaciones crediticias, se establece la obligación de informar inmediatamente a la AEVM, así como de publicar dichas modificaciones en su sitio web, invitando a las partes interesadas a formular observaciones en el plazo de un mes, y explicando de forma detallada la motivación y las implicaciones de las modificaciones sustanciales o de los nuevos métodos de calificación proyectados.

#### NORMAS RELACIONADAS CON LAS CALIFICACIONES SOBERANAS

Las ACC emitirán las calificaciones soberanas de forma que permita garantizar que se ha analizado la especificidad individual de un Estado miembro determinado. Asimismo, deben explicar en sus comunicados de prensa o informes correspondientes los factores clave en que se basan dichas calificaciones crediticias. Se prohíben las declaraciones que anuncien la revisión de un grupo determinado de países, si no van acompañadas de informes individuales de aquellos, que se pondrán a disposición del público.

Por otro lado, publicarán en su sitio web y remitirán a la AEVM cada año un calendario con tres fechas (que corresponderán a viernes), como máximo, para la publicación de las calificaciones soberanas y de las perspectivas de calificación relacionadas, tanto solicitadas como no solicitadas por los Estados miembros. Finalmente, deben abstenerse de formular recomendaciones directas o explícitas sobre las políticas de las entidades soberanas.

<sup>41</sup> El reglamento introduce el concepto de «perspectivas de calificación crediticia», que son dictámenes acerca de la evolución probable de una calificación crediticia a corto o medio plazo, o ambos. Su importancia para los inversores y emisores es comparable a las calificaciones crediticias propiamente dichas, por lo que, del mismo modo, se le exige que sean precisas, transparentes y estén libres de conflictos de intereses.

REDUCCIÓN DE LA  
DEPENDENCIA EXCESIVA  
DE LAS CALIFICACIONES  
CREDITICIAS

Se reduce la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias y se eliminan gradualmente todos los efectos automáticos derivados de aquellas. Por ello, las entidades financieras que utilicen con fines reglamentarios calificaciones crediticias por ACC<sup>42</sup> deberán realizar su propia evaluación del riesgo de crédito y no depender de forma exclusiva o automática de las calificaciones crediticias.

Con ese mismo fin, se han introducido ciertas medidas en la calificación de los instrumentos de financiación estructurada. Así, el emisor, la entidad originadora y la entidad patrocinadora de un instrumento de financiación estructurada establecidos en la Unión Europea deberán hacer pública, conjuntamente, en la Plataforma Europea de Calificación, la información sobre la calidad crediticia y la evolución de los activos subyacentes de dicho instrumento, la estructura de la operación de titulización, los flujos de tesorería y las garantías reales que, en su caso, respalden una exposición de titulización, así como cuanta información resulte necesaria para realizar pruebas de resistencia minuciosas y documentadas respecto de los flujos de tesorería y el valor de las garantías reales que respaldan las exposiciones subyacentes.

Por otro lado, en los casos en que los emisores o terceros vinculados se propongan solicitar la calificación crediticia de un instrumento de financiación estructurada, designarán, al menos, a dos ACC que no pertenezcan al mismo grupo, ni que estén vinculadas por una relación de control por parte de sus socios o accionistas, para que presenten calificaciones crediticias de forma independiente. Con ello, se pretende reducir la dependencia con respecto a una única calificación.

Las autoridades competentes encargadas de supervisar a estas entidades controlarán la adecuación de los procesos de evaluación del riesgo crediticio de las empresas, evaluarán la utilización de referencias contractuales a las calificaciones crediticias y, cuando proceda, las animarán a mitigar el impacto de dichas referencias, con miras a la reducción de esa dependencia en consonancia con la legislación sectorial específica.

La Comisión seguirá revisando las referencias a las calificaciones crediticias en la legislación de la Unión Europea que inciten o puedan incitar a una dependencia exclusiva o automática de las calificaciones crediticias por parte de las autoridades competentes, u otros participantes en los mercados de servicios financieros, con vistas a suprimir, antes del 1 de enero de 2020, todas las referencias a las calificaciones crediticias que figuren en el Derecho de la Unión con fines reglamentarios, a condición de que se determinen y apliquen alternativas adecuadas para la evaluación del riesgo de crédito.

Por último, el reglamento regula la responsabilidad civil de las ACC en relación con las calificaciones crediticias por ellas emitidas. De este modo, los inversores y los emisores podrán reclamar a una ACC indemnización por los daños y perjuicios ocasionados si esta hubiera cometido de forma deliberada o por negligencia grave alguna de las infracciones tipificadas en la norma.

Directiva comunitaria  
que modifica los requisitos  
prudenciales en lo que  
respecta a la gestión  
de riesgos de determinadas  
entidades financieras

Se ha publicado la *Directiva 2013/14/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo (DOUE del 31)*, que modifica la Directiva 2013/14/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo, que modifica la Directiva 2003/41/CE, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo (FPE); la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las

42 En concreto, las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros, las empresas de reaseguros, los fondos de pensiones de empleo, las sociedades de gestión, las sociedades de inversión, los gestores de fondos de inversión alternativos y las entidades de contrapartida central.

disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), y la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA), en lo que atañe a la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias.

Con esta finalidad, la directiva establece que las autoridades competentes de FPE, OICVM y GFIA deberán vigilar el uso de referencias de las calificaciones crediticias en las políticas de inversión de estas entidades y, cuando proceda, fomentarán la mitigación del impacto de estas referencias, con vistas a reducir la dependencia exclusiva y automática de dichas calificaciones crediticias.

Los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente directiva antes del 21 de diciembre de 2014.

La directiva entró en vigor el 20 de junio.

#### **Fondos de capital-riesgo europeos**

Se ha publicado el *Reglamento 345/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril (DOUE del 25 de abril)*, sobre los fondos de capital-riesgo europeos, que entró en vigor el 15 de mayo y será aplicable a partir del 22 de julio.

El reglamento establece un conjunto de requisitos y condiciones uniformes sobre la comercialización de los fondos de capital-riesgo europeos admisibles en la Unión Europea (denominados «FCRE»), su composición de carteras, los instrumentos y técnicas de inversión, y la organización, transparencia y comportamiento de los gestores de fondos de inversión alternativos (FIA) que comercialicen FCRE.

#### **CARACTERÍSTICAS DE LOS FCRE**

Los FCRE son FIA que deben estar establecidos en un Estado miembro, e invertir, como mínimo, el 70 % del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido en activos que sean inversiones admisibles.

Las inversiones admisibles pueden ser: 1) instrumentos de capital o quasi capital emitidos por empresas en cartera admisibles (que se definen a continuación) o emitido por una empresa que posea una participación mayoritaria en dichas empresas, y haya sido adquirido por el FCRE a cambio de un instrumento de capital emitido por aquellas; 2) préstamos concedidos por el FCRE a empresas en cartera admisibles en las que ya tenga inversiones admisibles, siempre que para tales préstamos no se empleen más del 30 % del total agregado de las aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido en el fondo de capital-riesgo admisible; 3) acciones de empresas en cartera admisibles adquiridas a accionistas existentes de dicha empresa, y 4) participaciones o acciones de otro o de varios otros FCRE, siempre y cuando estos FCRE no hayan invertido más del 10 % del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido en otros FCRE.

Las empresas en cartera admisibles son aquellas que, en la fecha de inversión por el FCRE: 1) no hayan sido admitidas a cotización en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación (SMN); 2) empleen a menos de 250 personas; 3) tengan un volumen de negocios anual no superior a 50 millones de euros o un balance anual total no superior a 43 millones euros; 4) no sean FIA, entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, entidades aseguradoras o sociedades financieras de cartera.

REQUISITOS DE LOS GESTORES  
PARA LA COMERCIALIZACIÓN  
DE FCRE

Estas empresas pueden estar establecidas en un Estado miembro o en un tercer país, siempre y cuando este no figure en la lista de países y territorios no cooperantes establecida por el Grupo de acción financiera sobre el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, y haya firmado un acuerdo con el Estado miembro de origen del gestor de FCRE y con cada Estado miembro en que se pretende comercializar las participaciones o acciones del FCRE.

Los gestores de FCRE garantizarán que no se utilizarán más del 30 % del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido<sup>43</sup> para la adquisición de activos distintos de las inversiones admisibles.

Tampoco podrán emplear ningún método cuyo efecto sea aumentar la exposición de este por encima del nivel de su capital comprometido, ya sea tomando en préstamo efectivo o valores, a través de posiciones en derivados o por cualquier otro medio. Solo podrán contraer préstamos, emitir obligaciones de deuda o proporcionar garantías al nivel del FCRE, siempre que estén cubiertos por compromisos no exigidos.

Los gestores comercializarán las acciones y participaciones de los FCRE exclusivamente entre inversores considerados clientes profesionales o entre otros inversores cuando se reúnan las condiciones siguientes: 1) que se comprometan a invertir como mínimo 100.000 euros, y 2) que declaren por escrito, en un documento distinto del contrato relativo al compromiso de inversión, que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso o a la inversión previstos.

Asimismo, deberán: 1) operar, en el ejercicio de su actividad, honestamente, con la competencia, el esmero y la diligencia debidos, y con lealtad; 2) aplicar políticas y procedimientos adecuados para evitar malas prácticas que afecten a los intereses de los inversores y de las empresas en cartera admisibles; 3) ejercer sus actividades de tal modo que defiendan al máximo los intereses de los fondos de capital-riesgo europeos admisibles que gestionen, los inversores de dichos fondos y la integridad del mercado; 4) poseer un conocimiento y una comprensión adecuados de las empresas en cartera admisibles en las que inviertan; 5) tratar a sus inversores de manera equitativa, y 6) garantizar que ningún inversor reciba un trato preferente, salvo que tal trato preferente se indique en el reglamento o en los documentos constitutivos del FCRE.

Si se proponen delegar funciones en terceros, la responsabilidad del gestor ante el FCRE o sus inversores no se verá afectada. Cualquier delegación de funciones no deberá ir en detrimento de la eficacia de la supervisión del gestor del FCRE, y en particular no impedirá que dicho gestor actúe, o gestione el FCRE, en interés de sus inversores.

Los gestores de FCRE detectarán y evitarán los conflictos de intereses y, cuando estos no puedan ser evitados, los gestionarán, controlarán y los revelarán sin demora, con el fin de evitar que perjudiquen los intereses de los FCRE y de sus inversores.

En todo momento, los gestores tendrán fondos propios suficientes y emplearán los recursos humanos y técnicos adecuados y oportunos que precise la correcta gestión de FCRE.

43 El límite del 30 % se calculará sobre la base de los importes que puedan invertirse tras deducir todos los costes pertinentes (es decir, las comisiones, cargas y gastos asumidos por los inversores y acordadas entre el gestor del FCRE y sus inversores). Las tenencias de efectivo y otros medios líquidos equivalentes no se tomarán en consideración para el cálculo de dicho límite en la medida en que el efectivo y otros medios líquidos equivalentes no deben considerarse como inversiones.

REQUISITOS  
DE TRANSPARENCIA

Los gestores de FCRE elaborarán, respecto a cada uno de los que gestionen, un informe anual que pondrán a disposición de la autoridad competente del Estado miembro de origen como máximo seis meses después del cierre del ejercicio. El informe deberá describir la composición de la cartera del FCRE y las actividades del ejercicio anterior. Asimismo, deberá incluir la publicación de los beneficios obtenidos por el fondo de capital riesgo admisible al final de su período de vigencia y, si procede, la publicación de los beneficios repartidos a lo largo de dicho período. Deberá contener las cuentas auditadas del FCRE.

Por otro lado, informarán a sus inversores antes de que estos adopten sus decisiones en materia de inversión, de forma clara y comprensible, como mínimo, de los siguientes elementos: 1) identidad de dicho gestor y de cualesquiera otros proveedores de servicios contratados por dicho gestor en relación con la gestión de los FCRE, con descripción de sus obligaciones; 2) importe de los fondos propios de los que dispone dicho gestor, así como una declaración detallada sobre los motivos por los que dicho gestor considera que esos fondos propios son suficientes para mantener los recursos humanos y técnicos adecuados necesarios para la correcta gestión de sus fondos de capital riesgo europeos admisibles, y 3) descripción de la estrategia y de los objetivos de inversión del FCRE, que incluirá entre otra información, y descripción del perfil de riesgo del FCRE y de los riesgos asociados a los activos en los que puede invertir o las técnicas de inversión que pueden emplearse.

SUPERVISIÓN Y COOPERACIÓN  
ADMINISTRATIVA

Los gestores de FCRE facilitarán a la autoridad competente de su Estado miembro de origen, entre otra, la siguiente información: 1) identidad de las personas que dirijan efectivamente la actividad de gestión de los fondos de capital riesgo europeos admisibles; 2) nombre de los fondos de capital riesgo europeos admisibles, las participaciones o acciones que vayan a comercializarse, así como sus estrategias de inversión; 3) una lista de los Estados miembros en los que el gestor de FCRE se proponga comercializar cada fondo de capital riesgo admisible, y 4) una lista de los Estados miembros en los que el gestor haya establecido o se proponga establecer FCRE.

La autoridad competente del Estado miembro de origen registrará al gestor de FCRE si cumple las condiciones siguientes: 1) que las personas que dirijan efectivamente la actividad del gestor del FCRE tengan la honorabilidad suficiente y hayan adquirido experiencia suficiente también en relación con las estrategias de inversión aplicadas por el gestor del fondo de capital riesgo admisible; 2) que faciliten la información mencionada anteriormente; 3) que cumplan todos los requisitos, y 4) que los FCRE que gestionen cumplen los requisitos establecidos en este reglamento.

El registro será válido en todos los Estados miembros y permitirá a los gestores de FCRE comercializarlos con la designación de «FCRE» en toda la Unión Europea.

La autoridad competente del Estado miembro de origen supervisará el cumplimiento de los requisitos establecidos en este reglamento. Cuando haya motivos claros y demostrables que lleven a la autoridad competente del Estado miembro de acogida a considerar que el gestor de un FCRE lo incumple en su territorio, deberá informar inmediatamente de ello a la autoridad competente del Estado miembro de origen. La autoridad competente del Estado miembro de origen adoptará las medidas pertinentes que se detallan en la norma.

Las autoridades competentes dispondrán, de conformidad con la legislación nacional, de todas las facultades de supervisión e investigación necesarias para el ejercicio de

sus funciones. En particular, podrán: 1) solicitar el acceso a cualquier documento bajo cualquier forma o realizar una copia de aquel; 2) exigir al gestor de FCRE que facilite información sin demora; 3) requerir información acerca de toda persona relacionada con las actividades del gestor de fondos de capital-riesgo admisibles; 4) realizar inspecciones *in situ* con o sin previo aviso; 5) adoptar medidas adecuadas para garantizar que el gestor de FCRE siga cumpliendo los requisitos del presente reglamento, y 6) emitir un requerimiento para garantizar que dicho gestor cumpla los requisitos de este reglamento y se abstenga de repetir cualquier conducta que implique la comisión de una infracción.

Los Estados miembros establecerán las normas en materia de sanciones administrativas y otras medidas aplicables en caso de incumplimiento de las disposiciones de este reglamento y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su aplicación. Las sanciones administrativas y otras medidas previstas deberán ser eficaces, proporcionadas y disuasorias.

Las autoridades competentes y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) cooperarán entre sí para el ejercicio de sus funciones de supervisión, e intercambiarán toda la información y documentación necesarias para desempeñar sus correspondientes funciones.

**Medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social**

Se ha publicado la *Ley 1/2013, de 14 de mayo* (BOE del 15), de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social, cuya entrada en vigor fue el 15 de mayo, parcialmente modificada por la *Ley 8/2013, de 26 de junio* (BOE del 27), de rehabilitación, regeneración y renovación urbanas, que entró en vigor el 28 de junio.

**NOVEDADES EN LA PROTECCIÓN A LOS DEUDORES HIPOTECARIOS**

Se ha aprobado la suspensión inmediata, y por un plazo de dos años, de los desahucios de las familias que se encuentren en una situación de especial vulnerabilidad. Esta medida, con carácter excepcional y temporal, afectará a cualquier proceso judicial de ejecución hipotecaria o venta extrajudicial por el cual se adjudique al acreedor la vivienda habitual de personas pertenecientes a determinados colectivos.

Los supuestos de especial vulnerabilidad son muy similares a los ya establecidos en el Real Decreto Ley 27/2012, de 15 de noviembre, de medidas urgentes para reforzar la protección a los deudores hipotecarios. Son los siguientes: 1) familia numerosa; 2) unidad familiar monoparental con dos hijos a cargo; 3) unidad familiar de la que forme parte un menor de tres años; 4) unidad familiar en la que alguno de sus miembros tenga declarada discapacidad superior al 33 %, situación de dependencia o enfermedad que le incapacite acreditadamente de forma permanente para realizar una actividad laboral; 5) unidad familiar en la que el deudor hipotecario se encuentre en situación de desempleo y haya agotado las prestaciones por desempleo; 6) unidad familiar con la que convivan, en la misma vivienda, una o más personas que estén unidas con el titular de la hipoteca o su cónyuge por vínculo de parentesco hasta el tercer grado de consanguinidad o afinidad, y que se encuentren en situación personal de discapacidad, dependencia, enfermedad grave que les incapacite acreditadamente de forma temporal o permanente para realizar una actividad laboral, y 7) unidad familiar en la que exista una víctima de violencia de género, en caso de que la vivienda objeto de lanzamiento constituya su domicilio habitual.

Además de encontrarse en uno de los supuestos anteriores, deberán concurrir las siguientes circunstancias económicas:

- 1) Que el conjunto de los ingresos de los miembros de la unidad familiar<sup>44</sup> no supere el límite de tres veces el Indicador Público de Renta de Efectos Múltiples. Dicho límite será de cuatro veces el Indicador Público de Renta de Efectos Múltiples en los supuestos 4 y 6 anteriores, y de cinco veces dicho indicador en caso de que el ejecutado sea persona con parálisis cerebral, con enfermedad mental o con discapacidad intelectual, con un grado de discapacidad reconocido igual o superior al 33 %, o persona con discapacidad física o sensorial, con un grado de discapacidad reconocido igual o superior al 65 %, así como en los casos de enfermedad grave que incapacite acreditadamente, a la persona o a su cuidador, para realizar una actividad laboral.
- 2) Que, en los cuatro años anteriores al momento de la solicitud, el esfuerzo que represente la carga hipotecaria sobre la renta de la unidad familiar se haya multiplicado, al menos, por 1,5.
- 3) Que la cuota hipotecaria resulte superior al 50 % de los ingresos netos que perciba el conjunto de los miembros de la unidad familiar.
- 4) Que se trate de un crédito o préstamo garantizado con hipoteca que recaiga sobre la única vivienda en propiedad del deudor y concedido para su adquisición.

Por otra parte, se modifica el *Real Decreto Ley 6/2012, de 9 de marzo*, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos<sup>45</sup>, para ampliar su ámbito de aplicación, ya que no solo se aplicará a los contratos de préstamo o crédito garantizados con hipoteca inmobiliaria cuyo deudor se encuentre situado en el umbral de exclusión, sino también a los fiadores y avalistas hipotecarios del deudor principal y con las mismas condiciones que las establecidas para el deudor hipotecario.

Asimismo, se actualizan los supuestos y circunstancias para considerar que un deudor se encuentra en el umbral de exclusión, que se reducen a las siguientes: 1) que el conjunto de los ingresos de los miembros de la unidad familiar no supere el límite de tres veces el Indicador Público de Renta de Efectos Múltiples, o de cuatro veces si existen personas discapacitadas en la unidad familiar, y 2) que en los cuatro años anteriores la unidad familiar haya sufrido una alteración significativa de sus circunstancias económicas, en términos de esfuerzo de acceso a la vivienda, o hayan sobrevenido en dicho período circunstancias familiares de especial vulnerabilidad, cuyos supuestos se enumeran en esta norma.

Por otro lado, se introducen ciertas medidas de protección para los fiadores avalistas e hipotecantes no deudores que se encuentren bajo el umbral de exclusión. Así, podrán exigir que la entidad agote el patrimonio del deudor principal, sin perjuicio de la aplicación a este, en su caso, de las medidas previstas en el Código de Buenas Prácticas, antes de

---

44 La unidad familiar está compuesta por el deudor, su cónyuge no separado legalmente o pareja de hecho inscrita y los hijos, con independencia de su edad, que residan en la vivienda, incluyendo los vinculados por una relación de tutela, guarda o acogimiento familiar.

45 El Real Decreto Ley 6/2012 tenía por objeto establecer medidas conducentes a procurar la reestructuración de la deuda hipotecaria de quienes padecen extraordinarias dificultades para atender su pago. El modelo de protección diseñado gira en torno a la elaboración de un Código de Buenas Prácticas para la reestructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual, que se complementa con la adopción de un conjunto de medidas fiscales, así como ciertos mecanismos de flexibilización de los procedimientos de ejecución hipotecaria.

reclamarles la deuda garantizada, aun cuando en el contrato hubieran renunciado expresamente al beneficio de excusión.

En relación con el Código de Buenas Prácticas, la norma revisa su ámbito de aplicación; en particular, para los municipios de hasta 100.000 habitantes, donde se incrementa de 120.000 euros a 150.000 euros el precio de adquisición de la compraventa de viviendas habitadas por una o dos personas, ampliándose dicho valor en 30.000 euros adicionales por cada persona a cargo, hasta un máximo de tres.

Por otro lado, se precisa que las entidades adheridas habrán de informar adecuadamente a sus clientes sobre la posibilidad de adherirse a lo dispuesto en el Código. En particular, las entidades adheridas deberán comunicar por escrito la existencia de este Código, con una descripción concreta de su contenido, y la posibilidad de acogerse a él para aquellos clientes que hayan incumplido el pago de alguna cuota hipotecaria o manifiesten, de cualquier manera, dificultades en el pago de su deuda hipotecaria.

Por su parte, la comisión de control encargada de la supervisión y cumplimiento del Código de Buenas Prácticas pasa de estar integrada por cuatro a once miembros<sup>46</sup>. Asimismo, la Comisión podrá analizar y elevar al Gobierno propuestas relativas a la protección de los deudores hipotecarios. Otra de las novedades es la introducción del régimen sancionador, de forma que a las entidades adheridas que incumplan dicho Código se les aplicará lo previsto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, y el incumplimiento de las obligaciones que se derivan de aquél se considerará infracción grave, que se sancionará de acuerdo con lo establecido en dicha ley.

Finalmente, se moderan los tipos de interés moratorios aplicables a todos los contratos de crédito o préstamos hipotecarios desde el momento en que el deudor acredita ante la entidad que se encuentra en el umbral de exclusión, pasando del 2,5 % al 2 % sobre el capital pendiente del préstamo.

#### MODIFICACIONES EN LA NORMATIVA DEL MERCADO HIPOTECARIO

Se introducen mejoras en el mercado hipotecario a través de la modificación de la Ley Hipotecaria, texto refundido según Decreto de 8 de febrero de 1946; la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario; y la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria.

En las escrituras de préstamo hipotecario sobre vivienda deberá constar el carácter, habitual o no, que pretenda atribuirse a la vivienda que se hipoteque. Se presumirá, salvo prueba en contrario, que en el momento de la ejecución judicial del inmueble es vivienda habitual si así se hiciera constar en la escritura de constitución. Asimismo, se exigirá que la escritura pública incluya, junto con la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los

<sup>46</sup> Uno nombrado por el Ministerio de Economía y Competitividad con, al menos, rango de director general, que presidirá la comisión y tendrá voto de calidad; uno designado por el Banco de España, que actuará como secretario; uno designado por la CNMV; un juez designado por el Consejo General del Poder Judicial; un secretario judicial designado por el Ministerio de Justicia; un notario designado por el Consejo General del Notariado; uno designado por el Instituto Nacional de Estadística; uno designado por la Asociación Hipotecaria Española; uno designado por el Consejo de Consumidores y Usuarios, y dos designados por las asociaciones no gubernamentales que determinará el Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad, que realicen labores de acogida.

términos que determine el Banco de España, por la que el prestatario manifiesta que ha sido adecuadamente advertido de los posibles riesgos derivados del contrato. En especial, en los siguientes casos: 1) cuando se estipulen limitaciones a la variabilidad del tipo de interés, del tipo de las cláusulas suelo y techo, en los cuales el límite de variabilidad a la baja sea inferior al límite de variabilidad al alza; 2) cuando lleven asociada la contratación de un instrumento de cobertura del riesgo de tipo de interés, o bien 3) cuando se concedan en una o varias divisas.

Para las hipotecas constituidas sobre la vivienda habitual, se limitarán los *intereses de demora* que pueden exigir las entidades de crédito a tres veces el interés legal del dinero y solo podrán devengarse sobre el principal pendiente de pago. Además, se prohíbe expresamente la capitalización de estos intereses y, en caso de que el resultado de la ejecución fuera insuficiente para cubrir toda la deuda garantizada, dicho resultado se aplicará en último lugar a los intereses de demora, de tal forma que se permita en la medida de lo posible que el principal deje de devengar interés.

Por otro lado, también se limita el plazo de amortización del préstamo o crédito garantizado cuando financie la adquisición, construcción o rehabilitación de la vivienda habitual, ya que no podrá exceder de 30 años en el supuesto de que pretenda ser refinanciado mediante la emisión de los títulos a que se refiere la Ley 2/1981, de 25 de marzo, del Mercado Hipotecario.

Adicionalmente, se fortalece en la Ley Hipotecaria el régimen de *venta extrajudicial de bienes hipotecados*, siempre que se hubiera pactado en la escritura de constitución de la hipoteca para el caso de falta de pago del capital o de los intereses de la cantidad garantizada.

La venta extrajudicial se realizará ante notario y se ajustará a ciertos requisitos y formalidades. Entre otros, los siguientes: 1) el valor en que los interesados tasen la finca para que sirva de tipo en la subasta no podrá ser distinto del que, en su caso, se hubiera fijado para el procedimiento de ejecución judicial directa, ni podrá en ningún caso ser inferior al 75 % del valor señalado en la tasación realizada conforme a las disposiciones de la Ley 2/1981, de 25 de marzo; 2) la venta se realizará mediante una sola subasta, de carácter electrónico, que tendrá lugar en el portal de subastas que a tal efecto dispondrá la Agencia Estatal del Boletín Oficial del Estado, y 3) cuando el notario considere que alguna de las cláusulas del préstamo hipotecario que constituya el fundamento de la venta extrajudicial o que hubiese determinado la cantidad exigible pudiera tener carácter abusivo, lo pondrá en conocimiento de las partes. En todo caso, el notario suspenderá la venta extrajudicial cuando cualquiera de las partes acredite que se ha solicitado al órgano judicial competente que dicte resolución decretando la improcedencia de dicha venta, por existir cláusulas abusivas en el contrato de préstamo hipotecario, o su continuación, pero sin la aplicación de dichas cláusulas.

En otro orden de cosas, se refuerzan las medidas tendentes a favorecer la *independencia de las sociedades de tasación* respecto de las entidades de crédito, en particular la de aquellas cuyos ingresos totales supongan, al menos, un 10 % de su relación de negocio con una entidad de crédito o con el conjunto de entidades de crédito de un mismo grupo (anteriormente, dicho porcentaje era del 25 %). Además, se les exigirá, al menos, contar con un reglamento interno de conducta que establezca las incompatibilidades de sus directivos y administradores. Estas medidas también se aplicarán a los servicios de tasación de las entidades de crédito. Se prevé que el Consejo de Consumidores y Usuarios pueda solicitar al Banco de España la incoación de un procedimiento sancionador cuando, a su juicio, se ponga de manifiesto

la prestación irregular de los servicios de tasación. A partir de la entrada en vigor de la norma, las sociedades de tasación deberán someterse a una auditoría de cuentas, de acuerdo con lo previsto en las normas reguladoras de la auditoría de cuentas.

En relación con las *adquisiciones de participaciones significativas*<sup>47</sup> de las sociedades de tasación, se mantiene el régimen de comunicación previa al Banco de España, y se introduce expresamente la prohibición de adquirir y mantener dichas participaciones por parte de las entidades de crédito. Idéntica prohibición se extiende a todas aquellas personas —físicas o jurídicas— relacionadas con la comercialización, propiedad, explotación o financiación de bienes tasados por ellas.

#### MODIFICACIONES EN LA LEY DE ENJUICIAMIENTO CIVIL

Se recogen diferentes modificaciones a la Ley 1/2000, de 7 de enero, de enjuiciamiento civil, con el fin de garantizar que la ejecución hipotecaria se realiza de forma que los derechos e intereses del deudor hipotecario sean protegidos de manera adecuada y, en su conjunto, se agilice y flexibilice el procedimiento de ejecución. En particular, se limitan las costas judiciales exigibles al deudor ejecutado, que en ningún caso podrán superar el 5 % de la cantidad que se reclame en la demanda ejecutiva.

Se establece una *quita en caso de deuda pendiente*, de forma que, si tras la ejecución hipotecaria de una vivienda habitual aún quedara deuda pendiente de pagar, el ejecutado quedará liberado de ella si se cumplen ciertas obligaciones de pago: satisfacer el 65 % del remanente en el plazo de cinco años junto con el interés legal del dinero, o, si no fuera posible, el 80 % en el plazo de diez años.

Además, se permite que el deudor participe de la eventual revalorización futura de la vivienda ejecutada. En concreto, si la vivienda ejecutada fuera enajenada en los próximos diez años, la deuda remanente que corresponda pagar al ejecutado se verá reducida en un 50 % de la plusvalía obtenida en dicha venta.

Si en los plazos antes señalados se produce una ejecución dineraria que excede del importe por el que el deudor podría quedar liberado según las reglas anteriores, se pondrá a su disposición el remanente. En caso de que dichos plazos vencieran a lo largo de 2013, se prolongarán hasta el 1 de enero de 2014.

Por otro lado, se facilita el acceso de postores a las *subastas* y se rebajan los requisitos que se imponen a los licitadores, de modo que, por ejemplo, se disminuye el aval necesario para pujar del 20 % al 5 % del valor de tasación de los bienes. Asimismo, se duplica el plazo de tiempo para que el rematante de una subasta consigne el precio de la adjudicación, pasando de 20 a 40 días.

Se introducen determinadas mejoras en el procedimiento de subasta, estableciéndose que el valor de tasación a efectos de esta no podrá ser inferior, en ningún caso, al 75 % del valor de tasación que sirvió para conceder el préstamo (anteriormente no existía ningún límite para el tipo de subasta).

En caso de que la subasta concluyera sin postor alguno, se incrementan los porcentajes de *adjudicación del bien* por parte del acreedor. En concreto, para los supuestos de vivienda

<sup>47</sup> Se entenderá por participación significativa en una sociedad de tasación aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el 10 % del capital o de los derechos de voto de la sociedad. También tendrá dicha consideración aquella que, sin llegar a ese porcentaje, permita ejercer una influencia notable en la sociedad.

habitual se eleva del 60 % hasta un máximo del 70 % del valor por el que hubiese salido a subasta o, si la cantidad que se le deba por todos los conceptos es inferior a ese porcentaje, quedaría en el 60 %. Si no se tratara de la vivienda habitual, el acreedor podrá pedir la adjudicación por el 50 % o por la cantidad que se le deba por todos los conceptos.

Se recoge también la modificación del procedimiento ejecutivo a efectos de que, de oficio o a instancia de parte, el órgano judicial competente pueda apreciar la existencia de *cláusulas abusivas* en el título ejecutivo que constituyan el fundamento de la ejecución o que hubiesen determinado la cantidad exigible y, como consecuencia, decretar la improcedencia de la ejecución o, en su caso, su continuación sin aplicación de las consideradas abusivas.

Finalmente, en los casos de *impagos de préstamos*, a partir de la entrada de vigor de la norma, el acreedor podrá iniciar la reclamación del capital adeudado junto con los intereses una vez que el deudor haya incumplido su obligación de pago por un plazo equivalente, al menos, a tres meses, y este convenio constase en la escritura de constitución (anteriormente no había fijado ningún plazo).

#### OTRAS NOVEDADES

Se modifica el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, para facilitar la disponibilidad de los planes de pensiones en caso de procedimiento de ejecución sobre la vivienda habitual. De este modo, durante el plazo de dos años desde la entrada en vigor de esta ley, excepcionalmente, los partícipes de los planes de pensiones podrán hacer efectivos sus derechos consolidados en el supuesto de procedimiento de ejecución sobre la vivienda habitual del partícipe.

Reglamentariamente, podrán regularse las condiciones y los términos en que podrán hacerse efectivos los derechos consolidados en dicho supuesto, debiendo concurrir, al menos, los siguientes requisitos: 1) que el partícipe se halle incursa en un procedimiento de ejecución forzosa judicial, administrativa o venta extrajudicial para el cumplimiento de obligaciones, en el que se haya acordado proceder a la enajenación de su vivienda habitual; 2) que el partícipe no disponga de otros bienes, derechos o rentas en cuantía suficiente para satisfacer la totalidad de la deuda objeto de la ejecución y evitar la enajenación de la vivienda, y 3) que el importe neto de sus derechos consolidados en el plan de pensiones sea suficiente para evitar la enajenación de la vivienda.

El reembolso de derechos consolidados se hará efectivo a solicitud del partícipe, en un pago único en la cuantía necesaria para evitar la enajenación de la vivienda, sujetándose al régimen fiscal establecido para las prestaciones de los planes de pensiones. El reembolso deberá efectuarse dentro del plazo máximo de siete días hábiles desde que el partícipe presente la documentación acreditativa correspondiente.

Esta disposición será igualmente aplicable a los asegurados de los planes de previsión asegurados, planes de previsión social empresarial y mutualidades de previsión social, y en general a los seguros colectivos que instrumentan compromisos por pensiones en los que se haya transmitido a los asegurados la titularidad de los derechos derivados de las primas pagadas por la empresa, así como respecto a los derechos correspondientes a primas pagadas por aquellos.

Por último, se incluye un mandato al Gobierno para que emprenda las medidas necesarias para impulsar, conjuntamente con el sector financiero, la constitución de un fondo social

**Medidas de apoyo  
al emprendedor y de  
estímulo del crecimiento  
y de la creación de empleo**

**MODIFICACIONES EN EL ÁMBITO  
FINANCIERO**

de viviendas destinadas a ofrecer cobertura a aquellas personas que hayan sido desalojadas de su vivienda habitual por el impago de un préstamo hipotecario cuando concurran las circunstancias previstas en esta ley.

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 4/2013, de 22 de febrero (BOE del 23)*, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo, cuya entrada en vigor fue el 23 de febrero.

A continuación, se reseñan las novedades más importantes desde el punto de vista financiero y fiscal.

Dentro de las medidas de fomento a la financiación empresarial, se modifica el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, para recoger la posibilidad de que las entidades aseguradoras puedan invertir en valores admitidos a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)<sup>48</sup> o en otro sistema multilateral de negociación<sup>49</sup>, así como en entidades de capital riesgo, y que dichas inversiones sean consideradas aptas para la cobertura de provisiones técnicas. En la misma línea, se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, para recoger la posibilidad de que los fondos de pensiones puedan invertir en esos mismos valores.

En ambos casos, se establece un límite máximo específico del 3 % del total de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras o del activo del fondo de pensiones para la inversión en valores emitidos por una misma entidad, que podrá llegar al 6 % cuando estén emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo.

Otra de las medidas orientadas a favorecer la financiación no bancaria de las sociedades de capital es la supresión del límite impuesto en la Ley de Sociedades de Capital<sup>50</sup>. Esta flexibilización solo será aplicable en aquellos casos en los que las emisiones vayan dirigidas a inversores institucionales, para asegurar una adecuada protección de los inversores minoristas. En concreto, en los siguientes supuestos: 1) cuando se dirijan exclusivamente a inversores cualificados; o 2) cuando se dirijan a inversores que adquieran valores por un importe mínimo de 100.000 euros, por cada emisión, o 3) cuando se trate de oferta de valores cuyo valor nominal unitario sea, al menos, de 100.000 euros.

**CAMBIOS EN LA FISCALIDAD**

Se establece un marco fiscal más favorable para el autónomo que inicia una actividad emprendedora, con el objetivo de incentivar la creación de empresas y reducir la carga impositiva durante los primeros años de ejercicio de una actividad. Así, las entidades que hubieran iniciado el ejercicio de una actividad económica a partir de 1 de enero de 2013 tributarán en el impuesto sobre sociedades a un tipo de gravamen del 15 % para los primeros 300.000 euros de base imponible, y del 20 % para el resto de la base, aplicable el

48 Es un mercado de valores supervisado por la CNMV, dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas, y unos costes y procesos adaptados a sus características.

49 Los sistemas multilaterales de negociación son gestionados por una empresa de servicios de inversión o por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, que permite reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, es decir, un sistema donde se pueden casar operaciones de compra y venta de instrumentos financieros.

50 El artículo 405 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, establece que el importe total de las emisiones de las sociedades de capital no podrá ser superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado.

primer período impositivo en que la base imponible de las entidades resulta positiva y en el período impositivo siguiente.

En consonancia con lo anterior, en el IRPF se establece una nueva reducción del 20 % sobre los rendimientos netos de la actividad económica obtenidos por los contribuyentes que hubieran iniciado el ejercicio de una actividad económica, aplicable en el primer período impositivo en que el rendimiento neto resulte positivo y en el período impositivo siguiente. Asimismo, se suprime el límite actualmente aplicable a la exención de las prestaciones por desempleo en la modalidad de pago único (hasta ahora estaban exentos solo hasta 15.500 euros).

#### MEDIDAS DE LUCHA CONTRA LA MOROSIDAD EN LAS OPERACIONES COMERCIALES

Se reduce de 60 a 30 días naturales el plazo de pago que debe cumplir el deudor (si no se hubiera fijado fecha o plazo de pago en el contrato) después de la fecha de recepción de las mercancías o prestación de los servicios, incluso cuando hubiera recibido la factura o solicitud de pago equivalente con anterioridad. Dicho plazo puede ser excepcionalmente ampliado a 60 días naturales por acuerdo de las partes.

Se precisa que, en caso de que las partes hubieran pactado calendarios de pagos aplazados, cuando alguno de ellos no se abonara en la fecha acordada, los intereses de demora se calcularán únicamente sobre la base de las cantidades vencidas.

Se incrementa el tipo legal de interés de demora que, llegado el caso, el deudor estará obligado a pagar al acreedor, que pasa de siete a ocho puntos porcentuales, que se han de sumar al tipo de interés aplicado por el BCE a su más reciente operación principal de financiación.

Cuando el deudor incurra en mora, se introduce una cantidad fija de 40 euros que el acreedor tendrá derecho a cobrarle al deudor, y que se añadirá, sin necesidad de petición expresa, a la deuda principal. A este importe se añadirán todos los costes de cobro debidamente acreditados que haya sufrido a causa de dicha mora. En relación con estos costes, la norma precisa que se presume que es cláusula abusiva —y, por tanto, nula— la que sea pactada entre las partes que excluya la indemnización de aquellos.

2.7.2013.



## 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. Deflactores 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 Pùblicas, 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*

<sup>1</sup> 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*

<sup>1</sup> Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

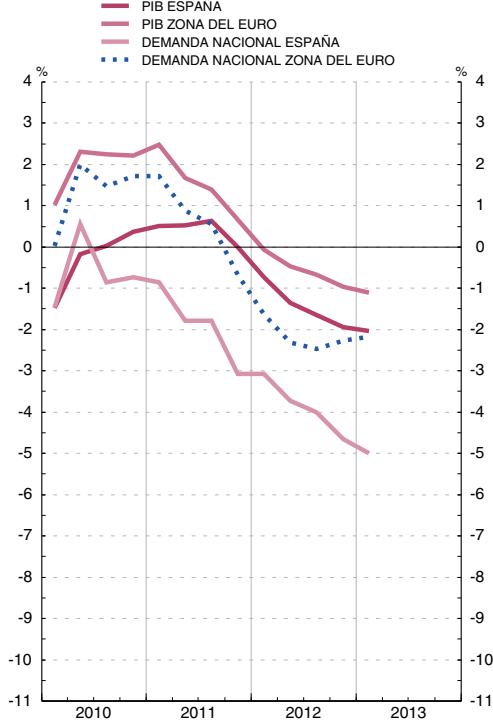
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

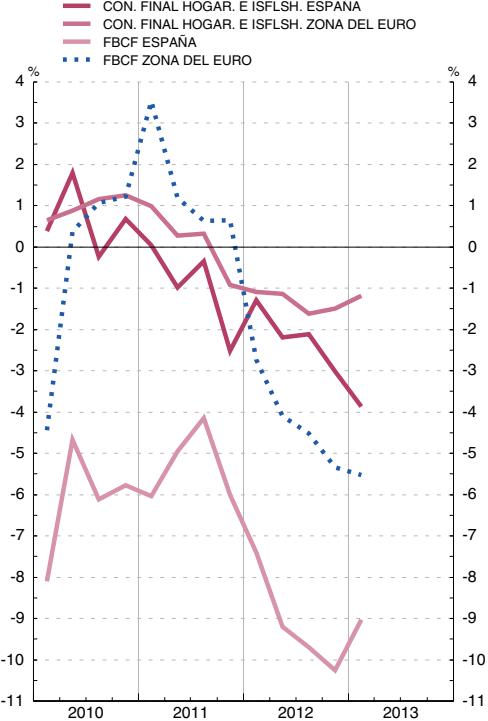
Tasas de variación interanual

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	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			
11	P	0,4	1,6	-0,9	0,2	-0,5	-0,1	-5,3	1,5	-1,9	0,6	7,6	6,5	-0,9	4,4	1 063	9 423	
12	P	-1,4	-0,5	-2,2	-1,3	-3,7	-0,4	-9,1	-4,2	-3,9	-2,2	3,1	2,9	-5,0	-0,7	1 050	9 490	
13	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
10	II	P	-0,2	2,3	1,8	0,9	2,2	0,9	-4,7	0,4	0,5	2,0	12,5	12,7	14,6	12,2	262	2 288
	III	P	0,0	2,2	-0,2	1,2	2,5	0,6	-6,1	1,1	-0,9	1,5	10,6	12,0	6,6	10,3	262	2 303
	IV	P	0,4	2,2	0,7	1,2	0,3	0,1	-5,8	1,2	-0,7	1,7	12,4	11,8	7,5	10,8	264	2 316
11	I	P	0,5	2,5	0,0	1,0	2,2	0,2	-6,0	3,5	-0,9	1,7	10,2	10,6	4,5	8,9	265	2 340
	II	P	0,5	1,7	-1,0	0,3	-0,5	0,1	-4,9	1,2	-1,8	0,9	7,1	6,3	-1,6	4,5	266	2 355
	III	P	0,6	1,4	-0,4	0,3	-2,7	-0,4	-4,2	0,6	-1,8	0,6	7,6	5,7	-1,2	3,8	266	2 364
	IV	P	-0,0	0,7	-2,5	-0,9	-1,1	-0,3	-6,0	0,6	-3,1	-0,7	5,8	3,6	-4,9	0,5	266	2 364
12	I	P	-0,7	-0,1	-1,3	-1,1	-3,8	-0,1	-7,4	-2,7	-3,1	-1,6	2,1	2,6	-5,9	-1,0	264	2 369
	II	P	-1,4	-0,5	-2,2	-1,1	-2,8	-0,4	-9,2	-4,1	-3,7	-2,3	2,7	3,7	-5,2	-0,5	263	2 373
	III	P	-1,6	-0,7	-2,1	-1,6	-4,0	-0,5	-9,7	-4,5	-4,0	-2,5	4,2	3,2	-3,4	-0,8	263	2 378
	IV	P	-1,9	-1,0	-3,0	-1,5	-4,1	-0,5	-10,3	-5,3	-4,7	-2,3	3,2	2,3	-5,4	-0,6	260	2 371
13	I	P	-2,0	-1,1	-3,9	-1,2	-4,3	-0,6	-9,0	-5,5	-5,0	-2,2	4,5	0,7	-5,1	-1,6	261	2 378

**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 rubrica 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.

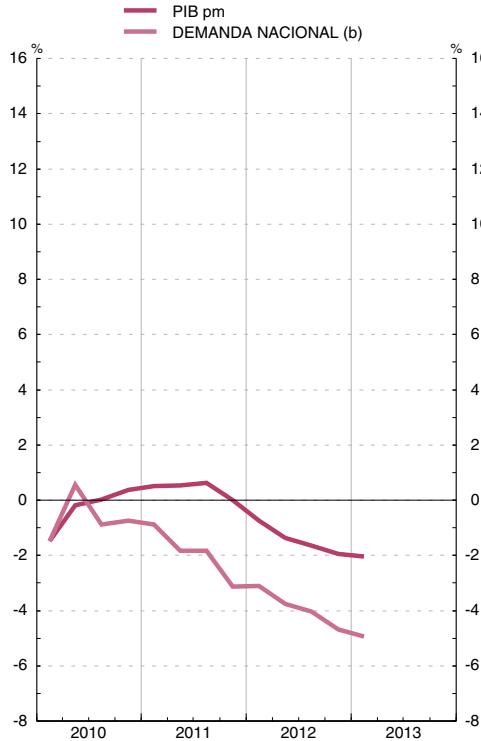
**1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)**

■ Serie representada gráficamente.

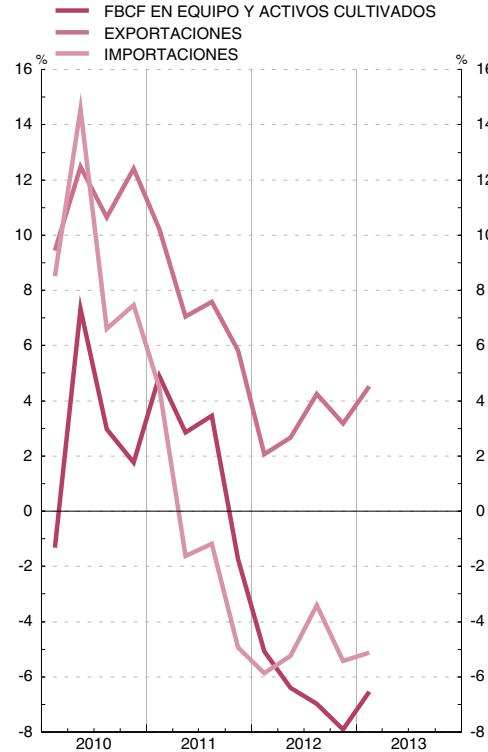
Tasas de variación interanual

	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		Del cual			Total	Bienes	Servicios	Del cual			
		Total	Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados				Total	Bienes	Servicios				Consumo final de residentes en el resto del mundo	Demandada nacional (b) (c)	PIB	
		1	2	3		4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
11	P	-5,3	-5,8	-9,0	2,3	3,1	-0,1	7,6	8,5	5,8	6,4	-0,9	-0,7	-1,4	-4,5	-1,9	0,4
12	P	-9,1	-10,0	-11,5	-6,6	2,6	0,1	3,1	2,9	3,4	-1,1	-5,0	-5,5	-3,0	-7,4	-3,9	-1,4
13	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
10 //	P	-4,7	-5,3	-9,3	7,3	6,5	0,2	12,5	16,9	4,3	0,6	14,6	18,2	3,2	1,0	0,6	-0,2
///	P	-6,1	-6,5	-9,7	3,0	0,9	0,2	10,6	13,2	5,9	5,1	6,6	9,7	-3,2	2,5	-0,9	0,0
/V	P	-5,8	-6,4	-9,2	1,8	3,8	0,1	12,4	15,4	6,7	4,5	7,5	10,1	-0,9	0,2	-0,7	0,4
11 /	P	-6,0	-6,7	-10,8	4,9	4,1	0,0	10,2	14,0	2,8	5,5	4,5	6,4	-1,9	-2,6	-0,9	0,5
//	P	-4,9	-5,4	-8,5	2,9	1,4	-0,1	7,1	8,0	5,2	8,4	-1,6	-1,2	-3,1	-6,0	-1,8	0,5
///	P	-4,2	-4,7	-8,0	3,5	4,9	-0,1	7,6	8,4	5,9	5,9	-1,2	-1,9	1,3	-5,1	-1,8	0,6
/V	P	-6,0	-6,6	-8,6	-1,7	2,0	-0,1	5,8	4,2	9,4	5,8	-4,9	-5,8	-2,0	-4,3	-3,1	-0,0
12 /	P	-7,4	-8,1	-9,5	-5,1	3,4	0,0	2,1	2,1	1,9	-0,7	-5,9	-6,0	-5,5	-8,7	-3,1	-0,7
//	P	-9,2	-10,0	-11,6	-6,4	2,7	0,0	2,7	2,9	2,2	-1,9	-5,2	-6,3	-1,2	-2,5	-3,8	-1,4
///	P	-9,7	-10,7	-12,4	-7,0	4,8	0,1	4,2	3,6	5,6	1,1	-3,4	-3,7	-2,3	-8,7	-4,0	-1,6
/V	P	-10,3	-11,0	-12,3	-7,9	-0,5	0,1	3,2	3,0	3,6	-2,9	-5,4	-6,1	-3,1	-9,7	-4,7	-1,9
13 /	P	-9,0	-9,8	-11,3	-6,5	0,1	-0,0	4,5	5,2	2,9	0,7	-5,1	-4,4	-7,7	-4,7	-4,9	-2,0

**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)

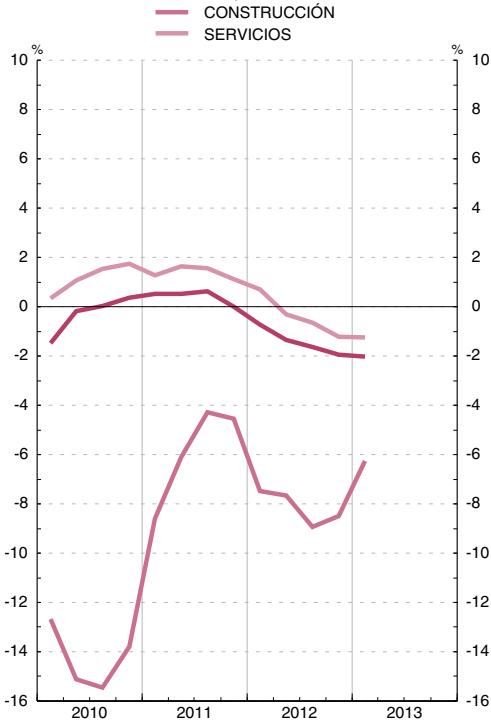
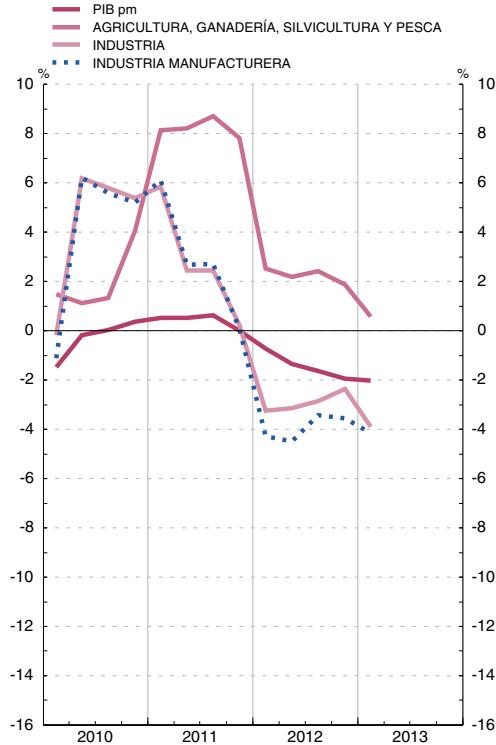
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Producto interior bruto a precios de mercado	Agricul-tura, ganade-ría, silví-cultura y pesca	Industria		Construc-ción	Servicios								Impuestos netos sobre los productos		
			Del cual			Servicios										
			Total	Industria manufac-turera		Total	Comercio, transpor-te y hos-telería	Informa-ción y comuni-caciones	Activida-des finan-cieras y de seguros	Activida-des inmo-biliarias	Activida-des profe-sionales	Adminis-tración Pública, Sanidad y Educación	Activida-des artísti-cas, recrea-tivas y otros ser-vicios			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
11	P	0,4	8,2	2,7	2,9	-5,9	1,4	1,1	3,9	-3,6	2,7	3,2	1,1	1,4	-5,5	
12	P	-1,4	2,2	-2,9	-3,9	-8,1	-0,4	-1,2	1,1	0,1	1,8	-0,7	-0,5	-0,7	-0,3	
13	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
10	II	P	-0,2	1,1	6,2	6,2	-15,1	1,1	1,8	7,2	-5,5	-0,8	-0,0	1,8	1,6	1,1
	III	P	0,0	1,3	5,8	5,6	-15,5	1,5	1,6	7,4	-1,3	-1,1	0,2	3,0	-0,7	0,7
	IV	P	0,4	4,1	5,4	5,2	-13,8	1,7	1,8	6,0	-0,2	0,0	-0,1	3,3	-1,6	0,1
11	I	P	0,5	8,1	5,8	6,1	-8,6	1,3	1,8	4,1	-6,5	2,8	2,9	1,1	-0,3	-4,7
	II	P	0,5	8,2	2,4	2,7	-6,1	1,6	2,0	3,6	-4,9	2,3	3,1	1,8	0,1	-5,3
	III	P	0,6	8,7	2,5	2,7	-4,3	1,6	1,0	4,3	-3,4	2,9	3,6	1,3	3,1	-6,0
	IV	P	-0,0	7,8	0,2	0,1	-4,5	1,1	-0,2	3,7	0,4	2,8	3,4	0,3	2,9	-5,9
12	I	P	-0,7	2,5	-3,2	-4,3	-7,5	0,7	0,0	1,5	2,7	2,0	-0,1	0,6	1,3	-0,4
	II	P	-1,4	2,2	-3,1	-4,5	-7,7	-0,3	-1,5	0,9	2,6	1,8	-1,5	0,2	-1,5	-0,2
	III	P	-1,6	2,4	-2,9	-3,4	-8,9	-0,6	-1,1	1,2	-1,2	2,0	-0,4	-1,4	-1,2	-0,2
	IV	P	-1,9	1,9	-2,4	-3,6	-8,5	-1,2	-2,1	0,6	-3,4	1,3	-0,8	-1,2	-1,3	-0,5
13	I	P	-2,0	0,6	-3,9	-4,2	-6,3	-1,3	-2,2	-1,8	-2,2	0,4	-0,7	-0,8	-0,1	-0,9

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. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

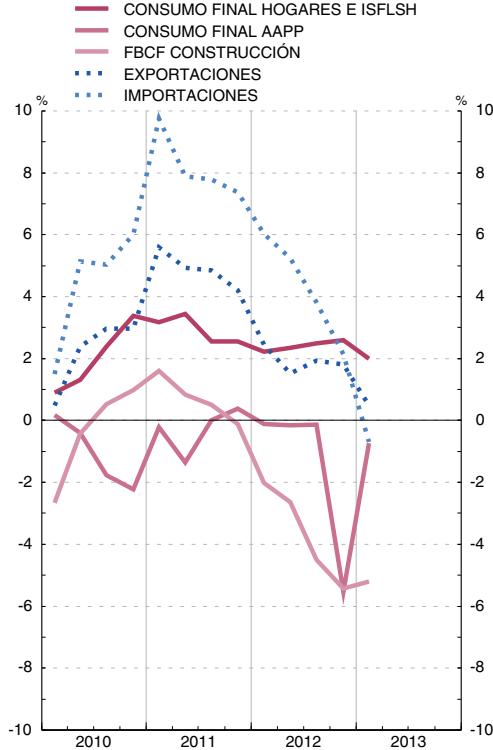
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda									Produc- to in- terior bruto a precos de mer- cado	Agricul- tura, ganade- ría, sil- vicultu- ra y pesca	Industria	Construc- ción	Ramas 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 servicios	Importación de bienes y servicios					Del cual			Servicios					
		Total	Activos fijos materiales	Activos fijos inmateriales	Cons- truc- ción	Bienes de equipo y activos culti- vados	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
11	P	2,9	-0,3	1,3	0,7	2,5	1,3	4,9	8,1	1,0	-8,2	3,8	3,4	0,0	0,8	2,4	-1,5	-4,1	4,7	0,3	-0,8	-0,3	
12	P	2,4	-1,5	-1,5	-3,6	2,4	0,9	1,9	4,3	0,1	4,4	1,9	1,4	-3,1	0,2	2,9	-3,4	3,0	1,0	0,3	-3,9	2,3	
13	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
10	II	P	1,3	-0,4	0,4	-0,4	2,1	2,6	2,4	5,1	0,1	4,1	-2,1	-1,2	-4,6	-2,3	-2,2	-6,1	-22,4	9,9	-2,8	0,1	0,2
	III	P	2,4	-1,8	1,6	0,5	4,3	2,6	3,0	5,0	0,6	2,1	-2,6	-1,8	-4,6	-2,1	0,0	-6,5	-22,8	11,0	-1,2	-2,8	0,5
	IV	P	3,4	-2,2	2,2	1,0	5,3	2,6	3,0	6,0	1,0	8,7	2,8	4,1	-3,8	-0,2	2,8	-5,8	-20,4	18,2	0,2	-3,9	1,1
11	I	P	3,2	-0,2	2,4	1,6	4,6	1,1	5,6	9,7	1,0	-8,4	4,2	3,9	-0,8	0,2	2,1	-1,6	-10,1	3,2	1,0	-0,8	-0,2
	II	P	3,5	-1,3	1,5	0,8	3,1	1,7	4,9	7,9	1,2	-9,8	3,5	3,2	0,7	1,4	3,0	-1,4	-3,2	9,2	1,8	-1,9	-0,4
	III	P	2,6	-0,0	0,8	0,5	1,6	0,9	4,9	7,8	0,8	-7,0	4,3	3,8	0,6	0,7	2,1	-1,4	-2,7	4,1	-0,9	-0,5	-0,3
	IV	P	2,6	0,4	0,3	-0,1	0,9	1,5	4,2	7,4	0,8	-7,6	3,4	3,0	-0,3	0,9	2,3	-1,6	0,5	2,7	-0,6	-0,1	-0,2
12	I	P	2,2	-0,1	-0,4	-2,0	3,0	0,7	2,5	6,0	0,2	2,0	2,6	1,9	-1,5	0,8	2,1	-3,1	4,0	0,5	0,3	-0,6	2,2
	II	P	2,3	-0,2	-1,0	-2,6	2,0	0,9	1,5	5,3	0,1	1,9	2,1	1,5	-2,3	1,1	2,5	-4,0	7,4	1,6	0,1	-1,1	2,0
	III	P	2,5	-0,1	-2,1	-4,5	2,2	1,0	1,9	3,8	0,5	4,7	1,4	0,8	-4,3	0,7	2,8	-4,6	-0,2	0,8	0,6	-1,0	2,4
	IV	P	2,6	-5,5	-2,6	-5,4	2,2	1,1	1,8	2,1	-0,2	8,8	1,6	1,3	-4,5	-1,7	4,1	-2,0	0,9	1,0	0,2	-12,9	2,7
13	I	P	2,0	-0,7	-2,8	-5,2	0,9	1,5	0,5	-0,7	0,9	8,4	0,8	0,6	-4,4	1,1	3,1	-1,8	0,7	0,8	0,3	-0,7	2,8

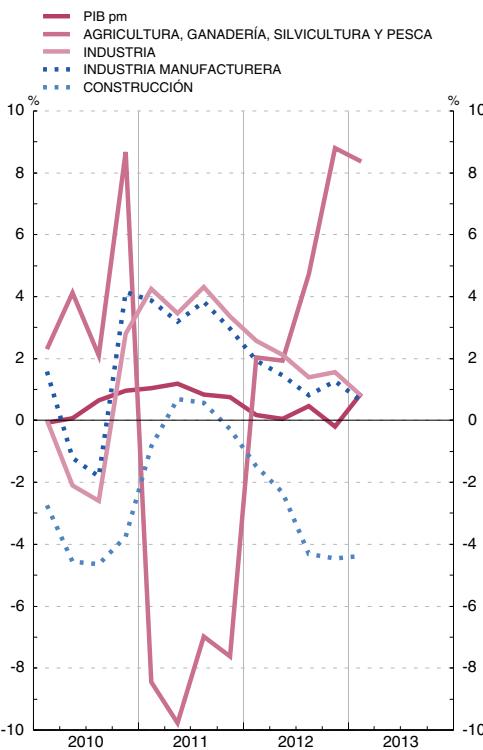
#### PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS

Tasas de variación interanual



#### PIB. DEFLECTORES 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).

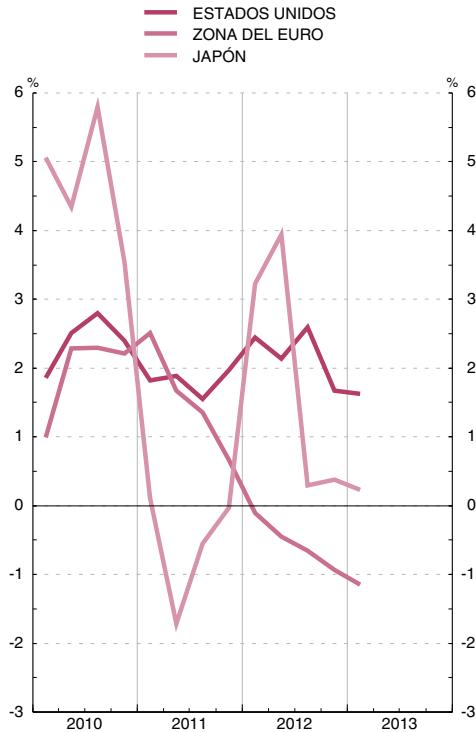
b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

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

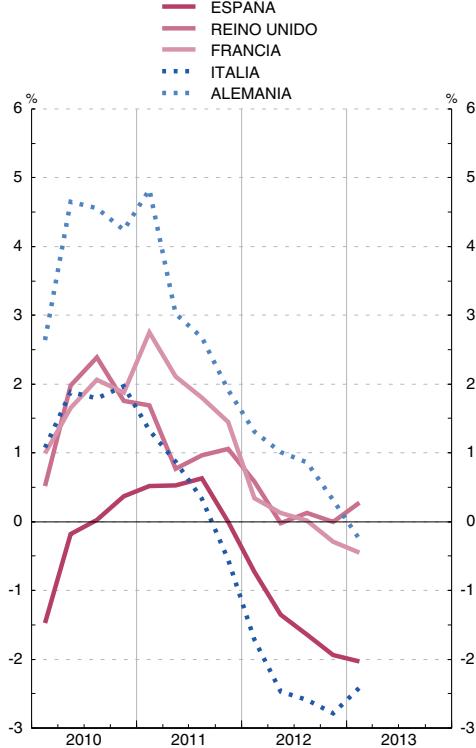
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
10	3,0	2,0	1,9	4,0	-0,3	2,4	1,6	1,7	4,7	1,7	
11	1,9	1,7	1,5	3,1	0,4	1,8	2,0	0,5	-0,5	1,1	
12	1,4	-0,3	-0,5	0,9	-1,4	2,2	0,0	-2,4	1,9	0,2	
10 I	2,5	0,9	1,0	2,6	-1,5	1,9	1,0	1,1	5,1	0,5	
II	3,2	2,3	2,3	4,7	-0,2	2,5	1,7	1,9	4,3	2,0	
III	3,3	2,5	2,3	4,6	0,0	2,8	2,1	1,8	5,8	2,4	
IV	2,9	2,4	2,2	4,2	0,4	2,4	1,9	2,0	3,5	1,8	
11 I	2,4	2,6	2,5	4,8	0,5	1,8	2,7	1,3	0,1	1,7	
II	1,8	1,7	1,7	3,0	0,5	1,9	2,1	0,9	-1,7	0,8	
III	1,8	1,5	1,4	2,7	0,6	1,6	1,8	0,3	-0,6	1,0	
IV	1,6	0,9	0,7	1,9	-0,0	2,0	1,4	-0,5	-0,0	1,1	
12 I	1,8	0,1	-0,1	1,3	-0,7	2,4	0,3	-1,7	3,2	0,6	
II	1,6	-0,3	-0,5	1,0	-1,4	2,1	0,1	-2,5	3,9	-0,0	
III	1,2	-0,4	-0,7	0,9	-1,6	2,6	0,0	-2,6	0,3	0,1	
IV	0,8	-0,7	-0,9	0,3	-1,9	1,7	-0,3	-2,8	0,4	-0,0	
13 I	0,7	-0,7	-1,1	-0,3	-2,0	1,6	-0,4	-2,4	0,2	0,3	

### PRODUCTO INTERIOR BRUTO Tasas de variación interanual



### PRODUCTO INTERIOR BRUTO Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

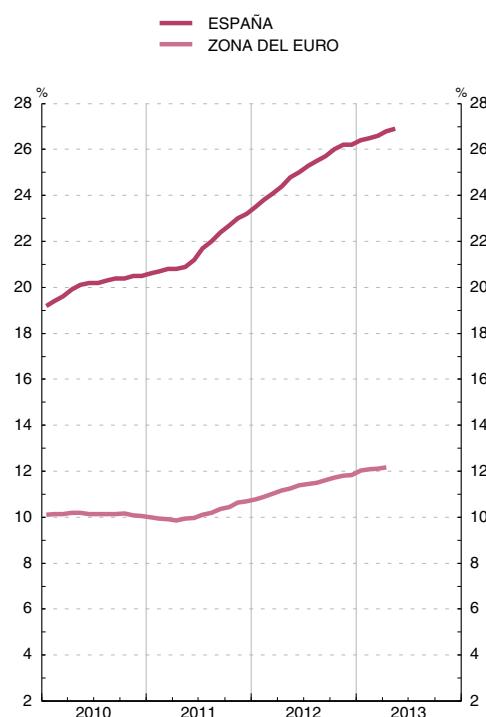
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

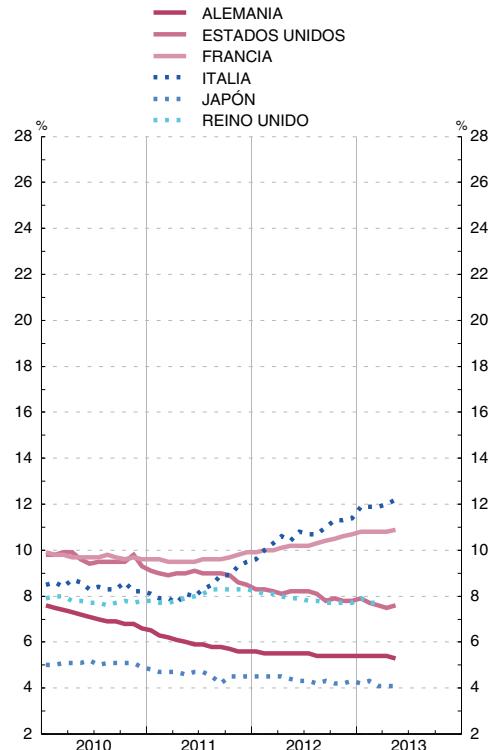
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
10	8,3	9,6	10,1	7,1	20,1	9,6	9,7	8,4	5,1	7,8	
11	8,0	9,7	10,2	5,9	21,7	8,9	9,6	8,4	4,6	8,0	
12	8,0	10,5	11,4	5,5	25,0	8,1	10,3	10,7	4,3	7,9	
11 Dic	7,9	10,0	10,7	5,6	23,2	8,5	9,9	9,5	4,5	8,3	
12 Ene	7,9	10,1	10,8	5,6	23,5	8,3	9,9	9,6	4,5	8,2	
Feb	8,0	10,2	10,9	5,5	23,8	8,3	10,0	10,0	4,5	8,1	
Mar	7,9	10,3	11,0	5,5	24,1	8,2	10,0	10,3	4,5	8,1	
Abr	7,9	10,3	11,2	5,5	24,4	8,1	10,1	10,6	4,5	8,0	
May	8,0	10,4	11,3	5,5	24,8	8,2	10,2	10,4	4,4	7,9	
Jun	8,0	10,5	11,4	5,5	25,0	8,2	10,2	10,8	4,3	7,9	
Jul	8,0	10,5	11,4	5,5	25,3	8,2	10,2	10,7	4,3	7,8	
Ago	8,0	10,5	11,5	5,4	25,5	8,1	10,3	10,7	4,2	7,8	
Sep	7,9	10,6	11,6	5,4	25,7	7,8	10,4	11,0	4,3	7,7	
Oct	8,0	10,7	11,7	5,4	26,0	7,9	10,5	11,3	4,2	7,7	
Nov	8,0	10,7	11,8	5,4	26,2	7,8	10,6	11,3	4,2	7,7	
Dic	8,0	10,8	11,9	5,4	26,2	7,8	10,7	11,4	4,3	7,7	
13 Ene	8,1	10,9	12,0	5,4	26,4	7,9	10,8	11,9	4,2	7,9	
Feb	8,1	10,9	12,1	5,4	26,5	7,7	10,8	11,9	4,3	7,7	
Mar	8,0	10,9	12,1	5,4	26,6	7,6	10,8	11,9	4,1	7,7	
Abr	8,0	11,0	12,1	5,4	26,8	7,5	10,8	12,0	4,1	...	
May	8,0	11,0	12,2	5,3	26,9	7,6	10,9	12,2	4,1	...	

### TASAS DE PARO



### TASAS DE PARO



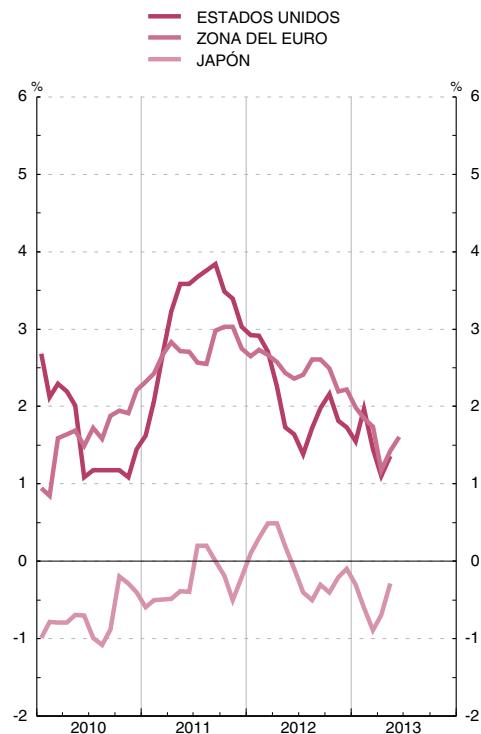
FUENTE: OCDE.

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

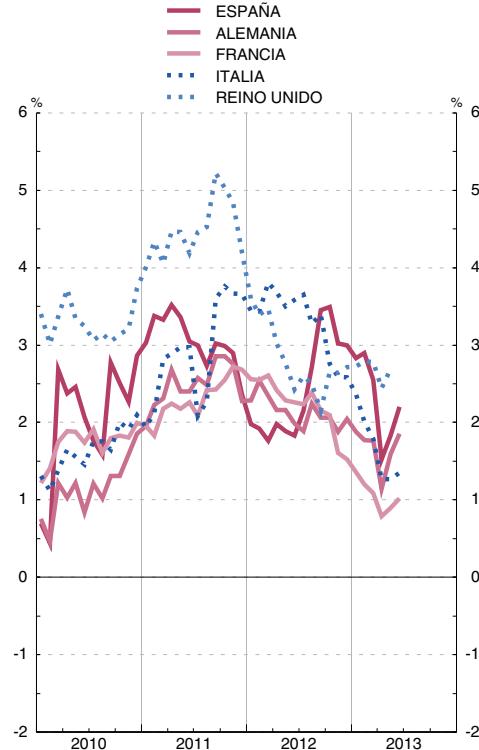
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
10		1,8	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
12		2,2	2,6	2,5	2,1	2,4	2,1	2,2	3,3	-0,0	2,8
12 Ene	2,8	2,9	2,7	2,3	2,0	2,9	2,6	3,4	0,1	3,6	
Feb	2,7	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	2,0	2,5	2,4	2,0	1,8	1,6	2,3	3,6	-0,1	2,4	
Jul	1,9	2,5	2,4	1,9	2,2	1,4	2,2	3,6	-0,4	2,6	
Ago	2,1	2,7	2,6	2,2	2,7	1,7	2,4	3,3	-0,5	2,5	
Sep	2,3	2,7	2,6	2,1	3,5	2,0	2,2	3,4	-0,3	2,2	
Oct	2,2	2,6	2,5	2,1	3,5	2,2	2,1	2,8	-0,4	2,6	
Nov	1,9	2,4	2,2	1,9	3,0	1,8	1,6	2,6	-0,2	2,6	
Dic	1,9	2,3	2,2	2,0	3,0	1,7	1,5	2,6	-0,1	2,7	
13 Ene	1,7	2,1	2,0	1,9	2,8	1,6	1,4	2,4	-0,3	2,7	
Feb	1,9	2,0	1,8	1,8	2,9	2,0	1,2	2,0	-0,6	2,8	
Mar	1,6	1,9	1,7	1,8	2,6	1,4	1,1	1,8	-0,9	2,8	
Abr	1,3	1,4	1,2	1,1	1,5	1,1	0,8	1,3	-0,7	2,4	
May	1,4	1,6	1,4	1,6	1,8	1,4	0,9	1,3	-0,3	2,7	
Jun	...	...	1,6	1,9	2,2	...	1,0	1,4	...	...	

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadros 26.11 y 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

**2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS**

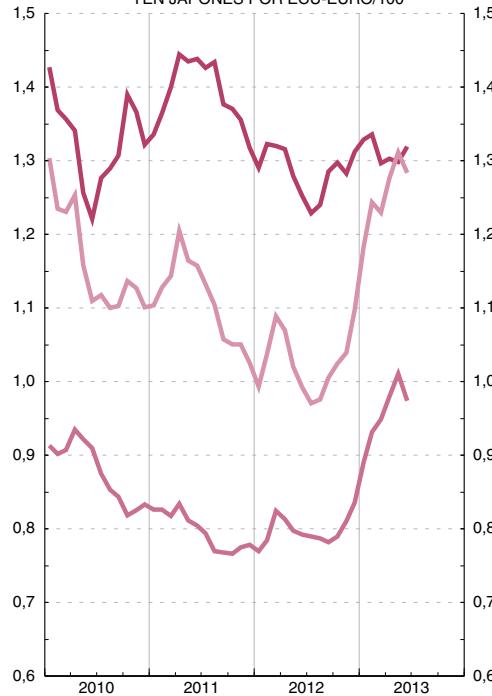
■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados. Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por euro/cent	Yen japonés por euro/cent	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10	1,3267	116,42	87,78	103,7	78,6	119,9	101,6	86,7	90,2	98,3	93,1	87,7
11	1,3918	111,00	79,74	103,4	74,0	127,5	100,7	82,4	92,8	97,7	90,6	88,8
12	1,2854	102,61	79,81	97,9	76,8	131,7	95,5	85,8	93,9	93,4	95,2	88,4
12 E-J	1,2966	103,37	79,70	98,9	76,7	131,5	96,4	85,6	94,4	94,0	94,9	89,1
13 E-J	1,3131	125,46	95,57	100,8	79,2	109,4	98,1	88,3	78,4	96,3	97,6	74,4
12 Abr	1,3162	107,00	81,30	99,5	76,1	127,8	97,1	84,9	91,6	94,7	94,6	86,2
May	1,2789	101,97	79,73	98,0	77,3	132,3	95,7	86,2	94,6	93,3	95,8	89,2
Jun	1,2526	99,26	79,24	97,2	78,3	134,5	94,8	87,6	95,9	92,5	96,7	90,7
Jul	1,2288	97,07	78,99	95,3	78,5	135,8	93,2	87,8	96,7	91,1	96,9	90,9
Ago	1,2400	97,58	78,69	95,2	77,6	135,4	93,1	87,1	96,1	91,3	96,5	89,8
Sep	1,2856	100,49	78,17	97,2	75,9	134,0	95,0	85,2	94,8	93,3	95,0	88,7
Oct	1,2974	102,47	78,98	97,8	75,9	132,2	95,5	85,0	93,5	93,8	94,9	87,5
Nov	1,2828	103,94	81,02	97,2	76,9	129,6	94,9	85,9	91,5	93,2	95,2	86,2
Dic	1,3119	109,71	83,61	98,7	76,4	124,2	96,3	85,1	87,8	94,6	94,2	83,1
13 Ene	1,3288	118,34	89,05	100,4	77,0	116,2	98,0	86,4	82,3	96,3	95,1	77,7
Feb	1,3359	124,40	93,12	101,6	78,1	111,1	99,1	87,8	78,2	97,4	97,0	74,0
Mar	1,2964	122,99	94,87	100,2	79,8	110,7	97,9	89,6	77,6	95,8	99,0	74,0
Apr	1,3026	127,54	97,90	100,4	79,9	106,9	97,9	89,5	75,2	96,1	99,3	71,8
May	1,2982	131,13	101,02	100,5	80,7	104,1	97,9	...	...	96,0	...	...
Jun	1,3189	128,40	97,37	101,6	79,8	107,4	...	...	...	...	...	...

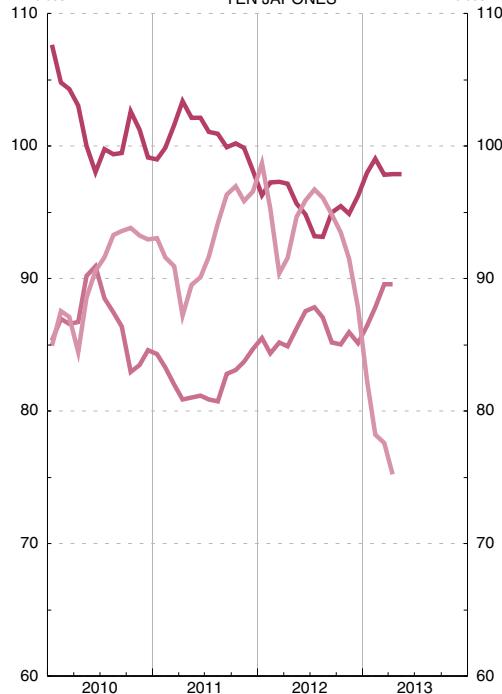
**TIPOS DE CAMBIO BILATERALES**

DÓLAR EEUU POR ECU-EURO  
 YEN JAPONÉS POR DÓLAR EEUU/100  
 YEN JAPONÉS POR ECU-EURO/100



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

EURO  
 DÓLAR EEUU  
 YEN JAPONÉS



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

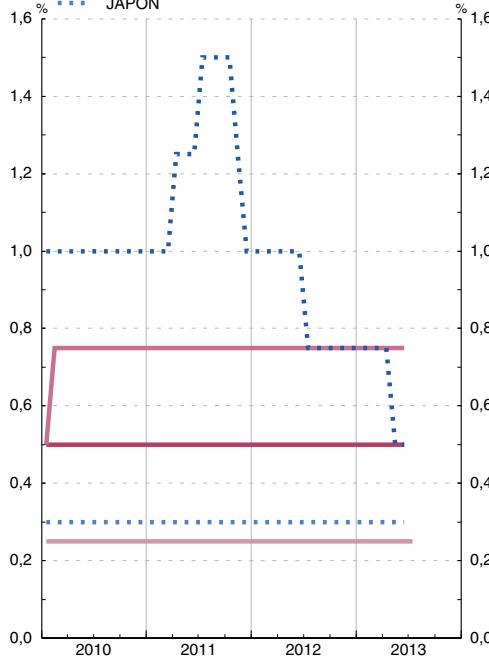
■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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
12	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,53	0,63	0,57	-	1,06	0,34	-	-	0,08	0,76
<b>12 Ene</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,21	1,22	-	1,16	0,42	-	-	0,10	1,05
<i>Feb</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,71	1,07	1,05	-	1,07	0,34	-	-	0,11	1,03
<i>Mar</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,65	0,91	0,86	-	0,94	0,35	-	-	0,11	0,99
<i>Abr</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,62	0,81	0,74	-	-	0,35	-	-	0,11	0,97
<i>May</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,60	0,76	0,68	-	-	0,37	-	-	0,10	0,96
<i>Jun</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,58	0,72	0,66	-	-	0,36	-	-	0,08	0,91
<i>Jul</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,53	0,56	0,50	-	-	0,40	-	-	0,06	0,74
<i>Ago</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,45	0,40	0,33	-	-	0,35	-	-	0,05	0,62
<i>Sep</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,41	0,32	0,25	-	-	0,32	-	-	0,06	0,56
<i>Oct</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,36	0,27	0,21	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
<i>Nov</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,36	0,25	0,19	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
<i>Dic</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,33	0,24	0,19	-	-	0,30	-	-	0,09	0,45
<b>13 Ene</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,34	0,26	0,20	-	-	0,31	-	-	0,06	0,45
<i>Feb</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,37	0,27	0,22	-	-	0,37	-	-	0,07	0,45
<i>Mar</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,36	0,26	0,21	-	-	0,37	-	-	0,04	0,44
<i>Abr</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,35	0,26	0,21	-	-	0,35	-	-	0,06	0,45
<i>May</i>	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,39	0,38	0,20	-	1,75	0,33	-	-	0,05	0,45
<i>Jun</i>	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,33	0,26	0,21	-	-	0,29	-	-	0,08	0,45

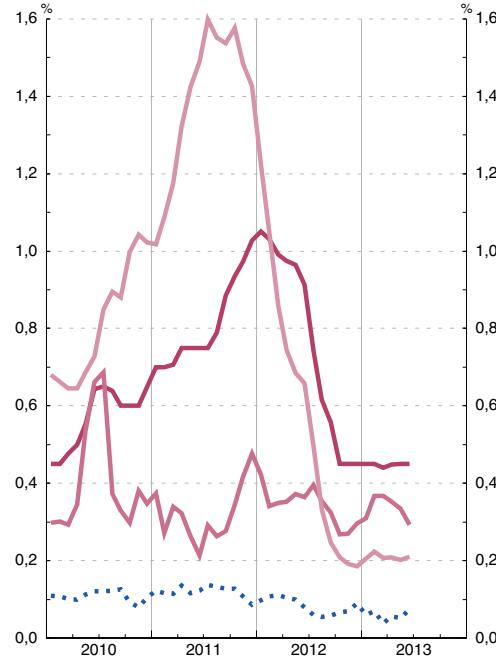
### TIPOS DE INTERVENCIÓN

— REINO UNIDO  
— ESTADOS UNIDOS: TIPO DE DESCUENTO  
— ESTADOS UNIDOS: FONDOS FEDERALES  
- - - ZONA DEL EURO: SUBASTAS SEMANALES  
- - - JAPÓN



### TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES

— REINO UNIDO  
— ESTADOS UNIDOS  
— ZONA DEL EURO  
- - - JAPÓN



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

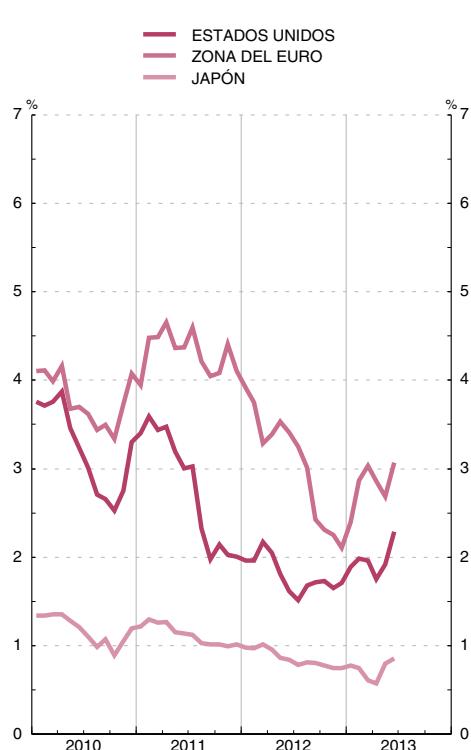
d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

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

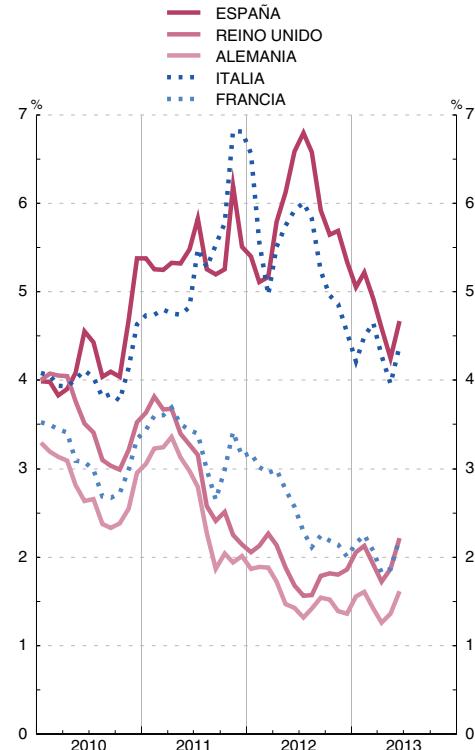
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
10	3,05	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56	
11	3,03	4,02	4,31	2,66	5,44	2,80	3,32	5,36	1,12	3,04	
12	2,30	3,43	3,05	1,57	5,85	1,80	2,53	5,47	0,86	1,88	
12 Ene	2,62	4,00	3,92	1,87	5,40	1,96	3,18	6,56	0,98	2,05	
Feb	2,56	3,83	3,75	1,89	5,11	1,96	3,02	5,56	0,97	2,13	
Mar	2,55	3,56	3,29	1,88	5,17	2,17	2,96	4,96	1,01	2,26	
Abr	2,52	3,65	3,39	1,72	5,79	2,05	2,99	5,51	0,95	2,14	
May	2,38	3,63	3,53	1,47	6,13	1,81	2,76	5,75	0,86	1,88	
Jun	2,28	3,61	3,41	1,43	6,59	1,61	2,57	5,92	0,84	1,68	
Jul	2,17	3,46	3,25	1,32	6,79	1,51	2,28	6,01	0,78	1,56	
Ago	2,22	3,37	3,01	1,42	6,58	1,68	2,11	5,82	0,81	1,57	
Sep	2,18	3,23	2,43	1,54	5,92	1,71	2,24	5,23	0,81	1,78	
Oct	2,12	3,08	2,31	1,52	5,65	1,73	2,18	4,96	0,78	1,82	
Nov	2,05	2,99	2,25	1,39	5,69	1,65	2,14	4,86	0,74	1,80	
Dic	1,99	2,79	2,10	1,36	5,34	1,71	2,00	4,54	0,75	1,86	
13 Ene	2,08	2,78	2,40	1,56	5,05	1,89	2,16	4,22	0,78	2,05	
Feb	2,16	2,89	2,86	1,61	5,22	1,98	2,25	4,50	0,75	2,13	
Mar	2,08	2,76	3,03	1,42	4,92	1,96	2,07	4,65	0,61	1,92	
Abr	1,90	2,55	2,86	1,26	4,59	1,75	1,82	4,28	0,57	1,72	
May	1,97	2,47	2,69	1,36	4,25	1,92	1,87	3,96	0,80	1,87	
Jun	2,28	2,83	3,07	1,62	4,67	2,29	2,21	4,39	0,85	2,22	

### RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



### RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

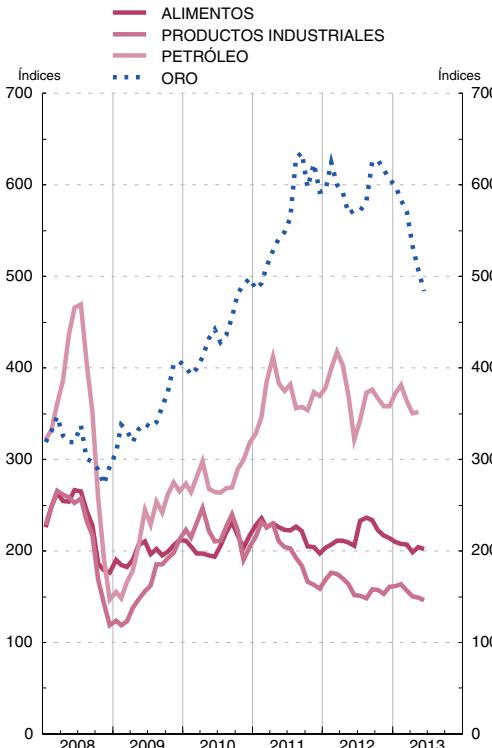
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro							
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo					
		General	General	Alimentos	Productos industriales												
					Total	Agrícolas no alimenticios	Metales										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11						
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						
12	183,8	189,6	217,0	161,1	171,7	156,6	371,8	112,4	598,0	1 668,3	41,73						
12 E-J	180,0	188,1	207,9	167,4	184,5	160,4	381,4	114,3	591,5	1 650,0	40,91						
13 E-J	170,6	180,2	204,9	154,5	165,1	149,9	...	...	545,9	1 523,0	37,25						
12 May	180,8	186,9	209,4	163,6	180,9	156,2	368,9	111,0	568,3	1 585,5	39,83						
Jun	177,9	179,1	205,5	151,5	165,9	146,8	321,4	95,7	572,4	1 596,7	40,94						
Jul	195,1	192,9	232,9	151,3	161,7	146,9	342,7	103,1	571,4	1 593,9	41,71						
Ago	192,9	193,1	236,1	148,4	155,9	145,2	372,9	114,1	582,9	1 626,0	42,22						
Sep	189,8	196,5	233,4	158,2	158,8	158,0	376,6	113,2	625,3	1 744,5	43,59						
Oct	189,4	190,6	222,7	157,4	160,0	156,2	366,2	112,2	626,2	1 747,0	43,28						
Nov	180,1	185,6	217,1	152,8	156,2	151,3	358,3	110,2	616,9	1 720,9	43,12						
Dic	177,8	187,8	214,0	160,5	161,5	160,1	358,3	110,9	605,3	1 688,5	41,38						
13 Ene	174,1	185,8	209,6	161,2	166,7	158,9	372,0	113,9	599,0	1 671,0	40,40						
Feb	173,2	186,1	207,5	163,8	169,2	161,5	381,3	117,4	583,4	1 627,6	39,19						
Mar	175,0	182,3	206,8	156,9	167,9	152,2	363,4	109,6	571,0	1 592,9	39,53						
Abr	167,3	175,0	198,9	150,2	163,2	144,7	350,1	103,7	532,6	1 485,9	36,65						
May	169,6	177,2	204,2	149,2	164,2	142,8	351,9	103,3	506,7	1 413,5	35,00						
Jun	164,5	174,7	202,3	146,1	159,8	140,2	...	...	484,0	1 350,3	32,74						

**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.

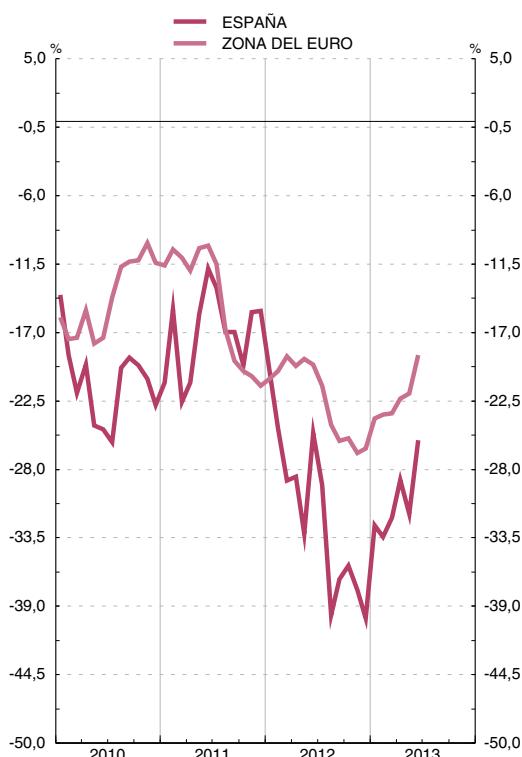
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles			Índices de comercio al por menor (Base 2010=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	Ventas estimadas	Pro memoria: Matriculaciones en zona euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista					Del cual	Total	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unocalidadadas	Pro memoria: zona del euro (a)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
10	-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,2	-4,1	3,0	3,1	-8,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	1,0	
11	-17,1	-13,8	-6,7	-19,8	-14,6	-5,5	-18,3	-17,7	-0,7	94,2	94,4	97,2	92,8	99,2	92,8	93,0	-0,0	
12	P -31,6	-30,7	-18,0	-21,4	-22,3	-15,2	-12,7	-13,4	-11,2	87,6	88,0	94,4	84,6	97,1	84,9	84,3	-1,4	
12 E-J	P -26,8	-24,2	-13,2	-21,9	-19,7	-14,1	-7,8	-8,2	-9,2	87,9	88,2	92,7	81,9	95,1	85,3	87,2	-1,1	
13 E-J	P -30,7	-27,5	-16,0	-16,4	-22,3	-16,4	-4,3	-4,9	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
12 Jul	P -29,3	-29,1	-18,4	-21,0	-21,3	-14,9	-16,4	-17,2	-15,1	94,7	95,4	97,4	95,2	105,1	94,2	89,3	-1,4	
Ago	P -39,7	-45,2	-26,6	-23,7	-24,4	-17,1	4,7	3,4	-9,8	88,4	88,5	97,7	91,0	101,2	86,1	79,7	-0,6	
Sep	P -36,8	-39,0	-25,1	-25,5	-25,7	-18,4	-35,2	-36,8	-12,2	79,4	79,8	90,1	73,7	91,3	74,8	76,3	-1,5	
Oct	P -35,8	-34,9	-21,8	-20,5	-25,5	-17,3	-20,5	-21,7	-15,0	84,0	84,3	93,7	75,1	97,4	80,7	80,6	-2,8	
Nov	P -37,7	-35,3	-21,8	-16,1	-26,7	-14,8	-19,4	-20,3	-15,1	80,0	79,5	89,2	74,8	89,4	75,7	76,1	-1,7	
Dic	P -40,0	-39,7	-23,0	-18,0	-26,3	-15,9	-22,1	-23,0	-12,1	97,7	99,3	108,0	113,7	110,9	95,1	87,0	-2,6	
13 Ene	P -32,5	-28,8	-17,8	-20,3	-23,9	-15,5	-8,6	-9,6	-14,2	87,2	88,0	84,7	91,4	96,9	87,3	80,9	-1,5	
Feb	P -33,4	-29,4	-17,3	-16,6	-23,6	-16,1	-8,9	-9,8	-8,8	74,3	74,4	80,9	69,6	83,1	71,0	72,2	-1,7	
Mar	P -31,9	-27,6	-15,1	-16,9	-23,5	-17,1	-13,6	-13,9	-10,9	79,7	79,7	91,2	72,2	92,5	74,4	76,8	-2,0	
Abr	P -28,9	-24,8	-15,0	-13,6	-22,3	-18,4	11,3	10,8	-6,5	80,7	80,9	89,6	71,5	93,1	77,2	78,4	-1,2	
May	P -31,6	-31,3	-15,8	-18,5	-21,9	-16,7	-2,9	-2,6	-8,0	83,2	83,3	91,8	74,0	94,7	79,5	81,4	...	
Jun	P -25,7	-23,3	-14,8	-12,5	-18,8	-14,4	0,1	-0,7	...	...	...	...	...	...	...	...	...	

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



#### VENTAS DE AUTOMÓVILES

(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



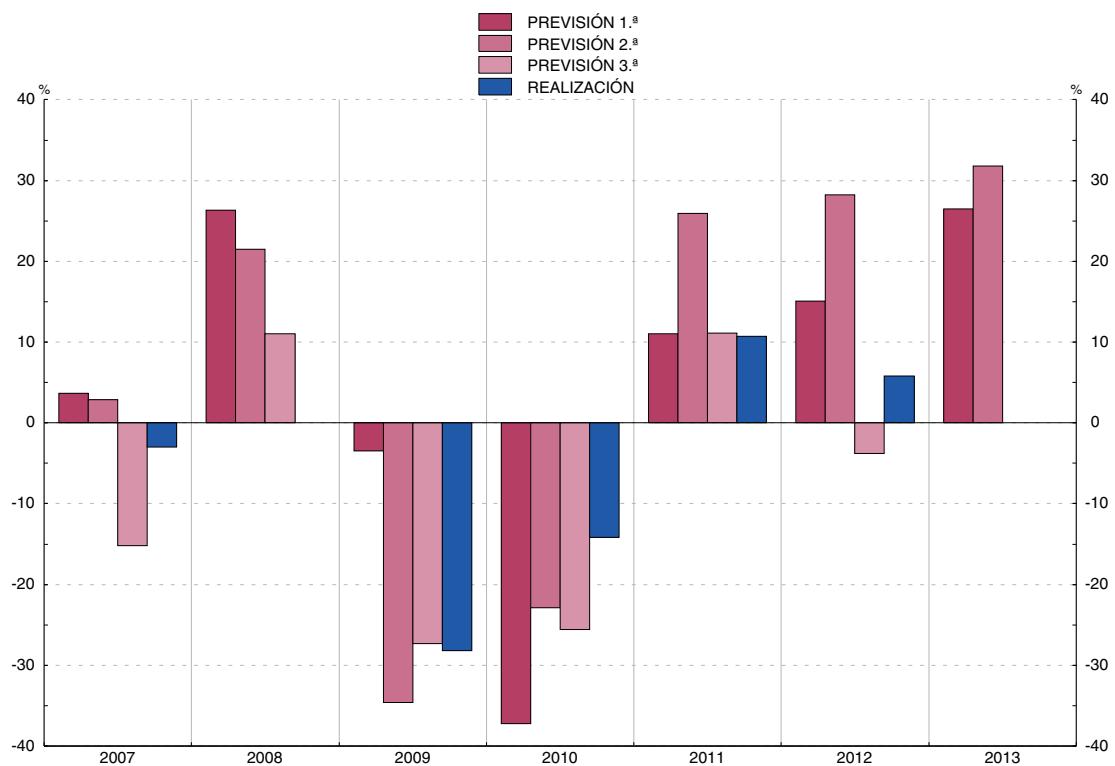
FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.  
a. Índice corregido de efecto calendario.

### 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>	
07	-	-3	4	3	-15
08	-	-28	26	22	11
09	-28	-4	-4	-35	-27
10	-14	-37	-37	-23	-26
11	11	11	11	26	11
12	6	15	15	28	-4
13	...	27	27	32	...

### 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.

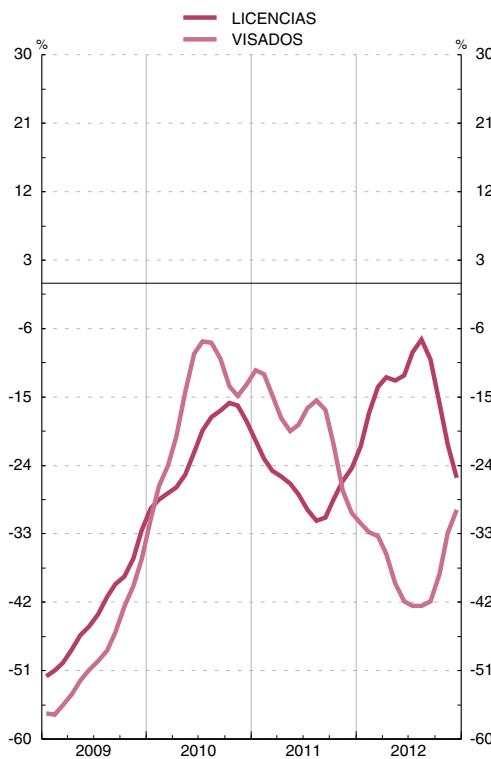
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

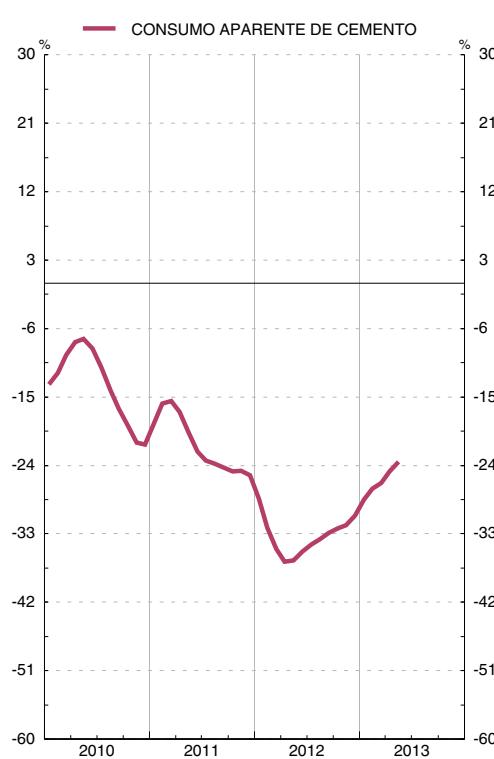
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir				Licitación oficial (presupuesto)								Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual			Total	De la cual			Total		Edificación				Ingeniería civil			
		Residencial	Vivienda	No residencial		Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14					
10	-28,7	-24,3	-25,2	-36,9	-16,0	-16,1	-38,2	-38,2	-20,6	-38,0	-37,5	-15,2	-45,4	-15,4				
11	-16,4	-17,5	-16,6	-13,9	-18,6	-13,2	-46,5	-46,5	-56,5	-48,0	-51,0	-58,5	-40,7	-16,4				
12	P	-19,6	-24,0	-23,3	-10,0	-37,2	-39,9	-49,1	-49,7	-72,0	-62,4	-43,3	-48,9	-34,1				
12 E-M	P	-26,0	-31,9	-30,3	-13,2	-32,8	-31,9	-45,3	-45,3	-56,0	-79,5	-75,7	-50,0	-40,7	-35,0			
13 E-M	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-24,4		
12 Feb		-20,1	-20,8	-17,4	-18,5	-38,5	-34,7	-11,6	-39,2	-39,6	-83,1	-64,2	-35,2	2,8	-34,6			
Mar		-26,9	-25,4	-25,6	-29,7	-27,9	-26,7	-67,6	-48,4	-66,7	-72,7	13,2	-63,9	-68,2	-37,2			
Abr		-8,1	-8,7	-6,3	-7,4	-34,3	-32,2	-56,8	-50,2	-59,8	-87,5	-90,0	-47,4	-55,1	-41,0			
May		-16,8	-37,1	-36,1	32,1	-38,9	-36,3	-35,4	-45,3	-45,3	-73,6	-55,4	-40,6	-33,5	-35,7			
Jun	P	-39,9	-26,9	-26,3	-59,7	-49,2	-55,2	-49,7	-45,8	-43,4	-87,0	-82,8	-21,7	-52,7	-35,0			
Jul	P	11,6	4,9	8,9	24,6	-38,8	-38,4	-50,4	-46,3	-54,8	-49,1	-49,8	-57,0	-48,1	-32,4			
Ago	P	4,0	-10,0	-15,9	31,0	-42,1	-38,0	-50,1	-46,7	-48,3	-60,9	-22,0	-45,4	-51,1	-33,6			
Sep	P	3,7	-13,1	-13,0	54,1	-52,1	-56,5	-64,6	-48,4	-35,4	-35,8	-95,9	-35,3	-73,0	-37,9			
Oct	P	-16,0	-17,2	-18,9	-13,9	-40,2	-43,7	-35,9	-47,8	-69,9	-90,7	39,5	-60,4	16,0	-24,7			
Nov	P	-24,9	-13,2	-11,8	-48,9	-17,6	-31,0	-68,7	-49,8	-32,2	-80,8	-68,5	-24,8	-75,3	-33,7			
Dic	P	-24,4	-39,9	-40,8	36,6	-35,3	-48,5	-36,4	-49,1	17,5	29,4	65,2	16,0	-61,9	-36,8			
13 Ene	P	-35,1	-53,6	-52,6	24,9	-32,8	-26,9	7,1	7,1	-26,3	77,2	68,3	-34,9	28,6	-21,5			
Feb	P	...	...	...	...	7,6	-9,5	-44,9	-31,4	-57,6	430,5	471,9	-70,5	-41,1	-25,1			
Mar	P	...	...	...	...	-45,3	-46,0	37,3	-17,5	8,9	-57,7	-29,8	32,1	56,2	-39,8			
Abr	P	...	...	...	...	-20,3	-25,9	4,2	-13,4	27,1	33,3	35,4	26,5	-7,3	-13,0			
May	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-20,4			

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



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



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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

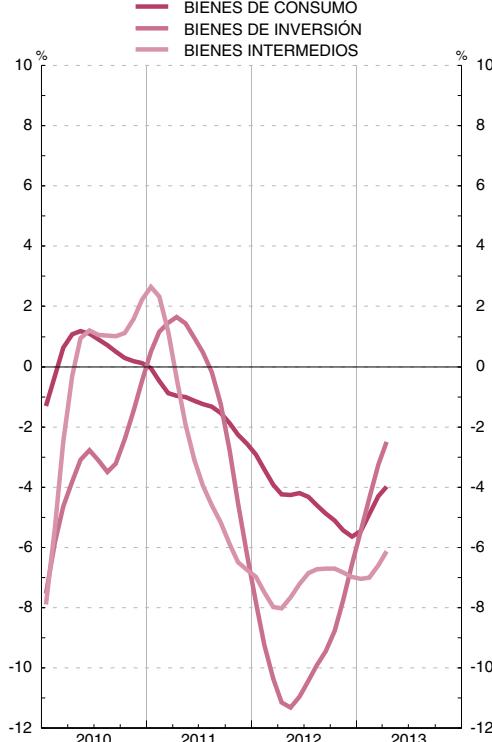
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)				Pro memoria: zona del euro					
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes				
		Serie original	1 T 12	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
10	MP	83,4	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5	4,4	0,6	2,9	7,3	7,7	2,8	8,9	10,0		
11	MP	81,9	-1,8	-1,4	0,3	-2,6	-3,6	-14,6	-1,4	-3,6	3,2	4,4	0,9	8,2	3,8		
12	MP	77,0	-5,9	-4,7	-10,7	-7,2	0,9	-19,1	-6,4	-0,1	-2,4	-2,6	-2,5	-1,1	-4,3		
12	E-M	MP	79,2	-6,2	-4,1	-11,7	-7,5	0,1	-7,9	-7,0	0,4	-2,2	-2,4	-3,2	0,1	-4,2	
13	E-M	MP	76,5	-3,5	-3,1	-0,9	-5,6	-3,2	-26,7	-2,9	-5,9	...	...	...	...	...	
12	Feb	P	80,8	-3,2	-2,3	-9,0	-5,2	7,9	-2,6	-4,7	8,9	-1,9	-3,1	-4,3	0,4	-5,5	
	Mar	P	82,7	-10,5	-8,2	-14,3	-13,1	-3,1	-12,6	-11,0	-5,6	-2,1	-1,4	-2,1	1,5	-3,6	
	Abr	P	72,3	-8,4	-7,5	-15,5	-8,2	-0,2	-6,0	-9,7	3,5	-2,6	-3,5	-5,1	-1,0	-5,1	
	May	P	82,0	-5,9	-3,0	-12,7	-6,7	0,3	-16,0	-6,5	2,3	-2,4	-2,7	-2,6	-1,8	-4,1	
	Jun	P	80,7	-6,9	-3,1	-13,6	-8,0	-1,9	-42,7	-6,9	-1,7	-1,9	-2,2	-1,6	-0,8	-3,9	
	Jul	P	82,5	-2,9	-1,4	-7,2	-4,8	4,9	-35,6	-2,7	0,5	-2,4	-2,4	-2,7	-1,0	-4,6	
	Ago	P	62,5	-2,5	-2,9	-5,8	-4,6	4,2	-21,0	-3,1	2,5	-1,5	-1,6	-1,2	0,3	-3,8	
	Sep	P	74,6	-12,1	-12,0	-19,1	-12,2	-1,9	-26,7	-12,7	-4,4	-2,6	-2,7	-2,9	-1,4	-4,2	
	Oct	P	81,8	0,9	2,7	-2,2	-0,9	5,7	-15,9	1,1	2,0	-3,1	-3,3	-2,4	-3,6	-4,2	
	Nov	P	78,1	-7,0	-5,8	-12,9	-7,4	-0,9	-23,5	-7,4	-1,3	-4,0	-4,3	-2,9	-4,4	-5,6	
	Dic	P	67,8	-8,6	-13,0	-6,0	-10,6	0,1	-22,2	-9,6	-1,3	-2,0	-2,3	-0,5	-1,7	-4,8	
13	Ene	P	75,7	-3,4	-5,6	-1,1	-2,3	-4,0	-20,1	-3,0	-4,7	-2,4	-2,7	0,8	-3,9	-4,1	
	Feb	P	73,5	-9,0	-6,8	-8,0	-11,7	-9,0	-31,3	-8,4	-11,5	-3,2	-2,5	-0,1	-3,9	-3,1	
	Mar	P	74,4	-10,0	-11,2	-8,2	-13,4	-2,2	-37,3	-10,5	-3,0	-1,4	-2,8	-2,0	-3,0	-4,1	
	Apr	P	77,8	7,6	11,4	11,6	4,2	2,1	-27,7	9,3	-2,8	-0,6	-0,3	0,3	1,6	-2,8	
	May	P	80,9	-1,3	-1,5	3,0	-3,6	-1,8	-16,0	-0,5	-7,3	...	...	...	...	...	

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

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

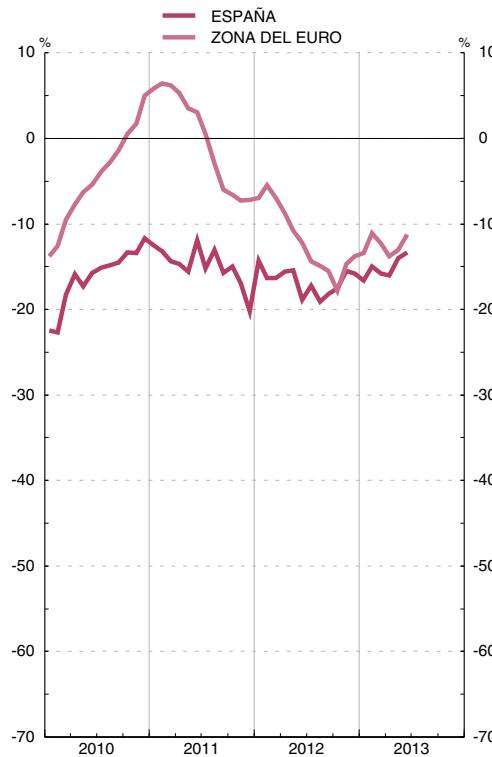
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

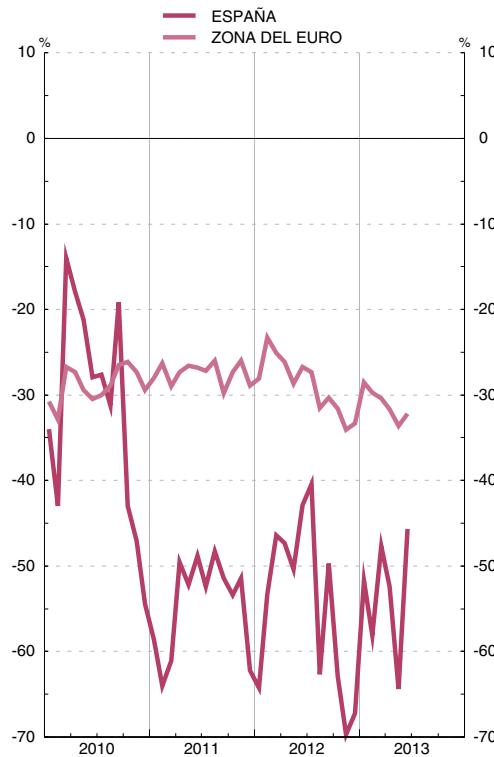
Saldo

		Industria, sin construcción							Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)						
		Indica- dor del clima indus- trial (a)	Produc- ción tres últi- mos meses (a)	Tenden- cia de la pro- duc- ción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extra- jeros (a)	Nivel de exis- tencias (a)	Indicador del clima industrial				Indica- dor del clima en la construc- ción (a)	Nivel de produc- ción (a)	Nivel de contra- ción (a)	Tendencia		Industria, sin construcción (a)	Cartera de pedidos (a)	Indica- dor del clima en la construc- ción (a)	
								Con- su- mo (a)	Equi- po (a)	Inter- medios (a)	Otros se- ctores (a)			Produc- ción (a)	Contra- tación (a)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18			
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	-54	-21	-47	-46	-45	0	-7	-27	
12	M	-17	-20	-4	-37	-26	9	-10	-15	-22	-15	-55	-23	-50	-45	-59	-12	-25	-29	
12	E-J	M	-16	-20	-5	-36	-24	8	-9	-14	-21	-14	-51	-20	-42	-45	-62	-9	-19	-26
13	E-J	M	-15	-16	-2	-34	-23	9	-11	-14	-18	-4	-53	-29	-50	-39	-47	-12	-30	-31
12	Mar		-16	-19	-8	-34	-19	8	-10	-14	-21	-7	-46	-29	-31	-34	-61	-7	-16	-25
	Abr		-16	-19	-4	-34	-22	9	-7	-12	-23	-9	-47	7	-34	-31	-67	-9	-19	-26
	May		-15	-18	-2	-37	-25	7	-8	-14	-20	-17	-50	-26	-51	-42	-65	-11	-23	-29
	Jun		-19	-15	-9	-39	-28	9	-7	-18	-26	-34	-43	-15	-43	-45	-62	-12	-25	-27
	Jul		-17	-18	-3	-40	-27	9	-10	-9	-26	-25	-40	-14	-43	-17	-47	-14	-28	-27
	Ago		-19	-22	-9	-39	-27	10	-10	-23	-24	-30	-63	-27	-60	-56	-62	-15	-28	-32
	Sep		-18	-17	-4	-37	-25	13	-10	-18	-23	-30	-50	-43	-58	-24	-38	-16	-30	-30
	Oct		-18	-22	-7	-37	-26	9	-12	-16	-25	-5	-63	-50	-63	-55	-55	-18	-34	-32
	Nov		-16	-18	-2	-37	-29	7	-11	-14	-22	-2	-70	-10	-63	-43	-73	-15	-31	-34
	Dic		-16	-27	-1	-38	-29	9	-13	-12	-23	-3	-67	-19	-56	-71	-62	-14	-31	-33
13	Ene		-17	-24	-4	-38	-30	7	-13	-14	-23	-3	-52	-33	-46	-58	-56	-13	-31	-29
	Feb		-15	-18	-2	-34	-20	8	-8	-16	-17	-18	-58	-23	-52	-49	-50	-11	-28	-30
	Mar		-16	-18	-3	-34	-24	11	-11	-16	-18	-2	-48	-26	-44	-23	-39	-12	-30	-30
	Abr		-16	-16	-4	-33	-21	10	-13	-16	-19	-1	-52	-31	-51	-25	-39	-14	-34	-32
	May		-14	-12	-1	-32	-20	8	-12	-12	-16	1	-64	-44	-63	-46	-56	-13	-31	-34
	Jun		-13	-11	1	-32	-22	9	-9	-12	-17	-1	-46	-17	-47	-31	-44	-11	-29	-32

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.

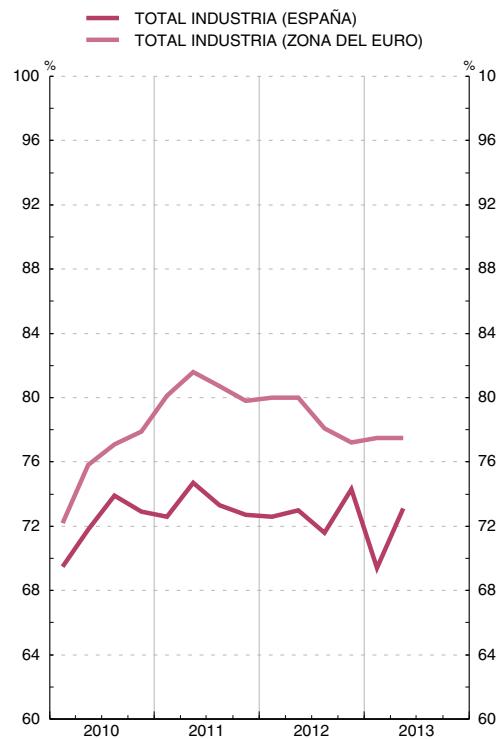
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

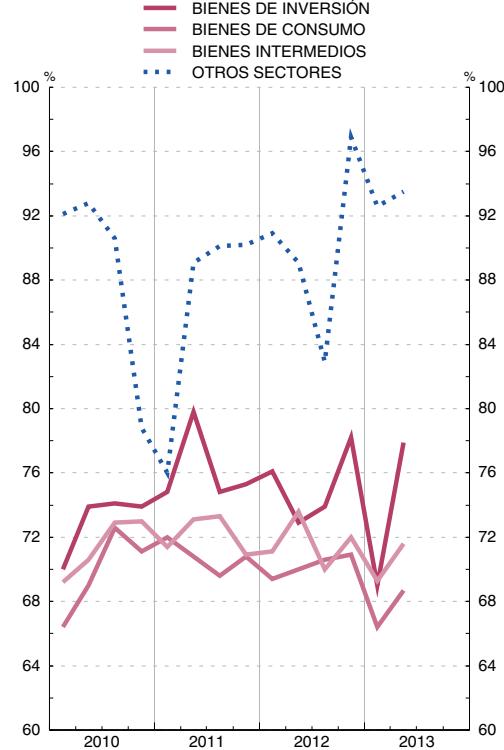
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (b) (%)	
	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)		
	En los tres últimos meses	Prevista		En los tres últimos meses	Prevista		En los tres últimos meses	Prevista		En los tres últimos meses	Prevista		En los tres últimos meses	Prevista			
	(%)	(%)		(%)	(%)		(%)	(%)		(%)	(%)		(%)	(%)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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	80,6	
12	72,9	73,5	21	70,2	71,0	16	75,3	75,7	16	71,7	72,0	30	90,0	93,3	3	78,8	
12 I-II	72,8	73,8	22	69,7	70,6	18	74,5	75,0	16	72,4	73,5	30	90,0	91,9	5	80,0	
13 I-II	71,3	72,5	22	67,6	69,0	17	73,5	75,1	15	70,5	71,6	32	93,1	92,9	0	77,5	
10 I/V	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	80,1	
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	-	81,6	
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	80,7	
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	79,8	
12 I	72,6	73,4	23	69,4	70,3	20	76,1	75,9	15	71,1	72,3	31	90,9	90,9	4	80,0	
II	73,0	74,1	21	70,0	70,9	15	72,9	74,0	16	73,6	74,6	30	89,1	92,8	5	80,0	
III	71,6	72,3	21	70,6	70,9	16	73,9	75,2	19	70,0	69,8	27	82,9	92,6	1	78,1	
IV	74,3	74,1	21	70,9	71,7	13	78,2	77,8	14	72,0	71,2	31	96,9	96,9	1	77,2	
13 I	69,4	70,6	24	66,4	67,0	16	69,0	71,2	19	69,3	70,5	34	92,6	92,5	-	77,5	
II	73,1	74,4	21	68,7	70,9	18	77,9	78,9	11	71,6	72,6	29	93,5	93,2	1	77,5	

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.

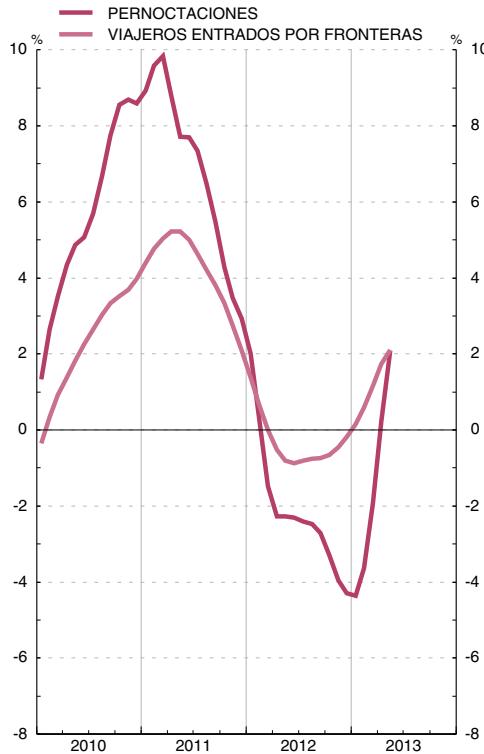
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

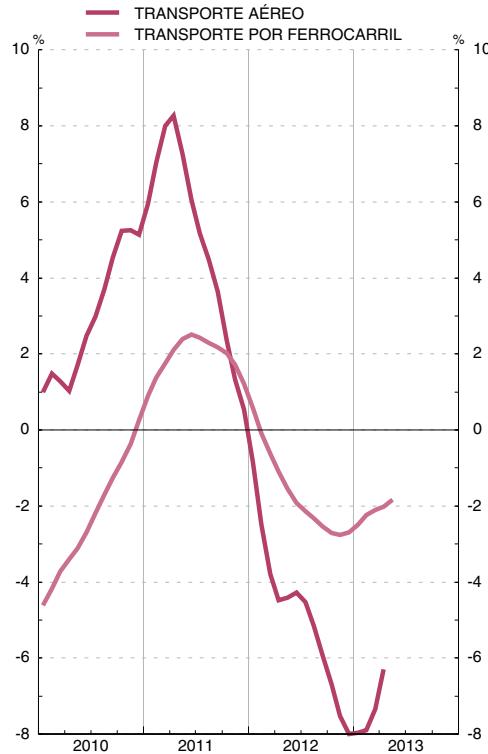
Tasas de variación interanual

	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		
								Total	En vuelos nacionales							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
10	5,7	10,6	5,5	7,6	2,0	1,0	3,4	3,0	1,3	4,1	15,8	3,2	4,6	-2,8	-3,0	
11	3,8	10,6	6,4	12,7	5,8	6,6	4,7	6,1	-0,4	10,5	2,2	-3,4	5,8	2,6	7,9	
12	P	-2,6	1,5	-1,9	2,3	-0,3	2,6	-4,1	-5,0	-12,5	-0,5	-4,9	-0,5	4,1	-1,5	
12 E-M	P	-1,1	0,8	-1,4	0,2	-2,3	2,1	-7,5	-5,4	-11,9	-1,0	-4,7	5,5	7,7	-0,4	-0,5
13 E-M	P	-2,5	2,6	-1,0	3,2	1,4	3,9	-1,9	...	...	...	...	...	...	-2,1	...
12 Feb	P	-1,5	1,4	-0,6	1,2	-3,0	0,5	-6,6	-5,7	-12,2	-0,6	-2,8	13,7	10,3	2,5	0,1
Mar	P	-1,0	-0,9	-3,8	-4,7	-1,0	2,3	-4,8	-7,0	-15,0	-1,1	-6,6	20,0	9,5	-1,8	-10,5
Abr	P	-4,3	-3,3	-5,2	-5,0	-5,9	-2,5	-10,2	-7,2	-14,1	-3,0	-3,5	0,8	5,8	-2,1	1,7
May	P	-0,9	1,6	-0,2	2,9	-0,1	4,9	-7,8	-3,8	-10,1	-0,1	-5,1	-5,5	4,7	-2,6	4,0
Jun	P	-2,3	1,4	-1,3	2,7	-2,2	4,7	-12,8	-1,3	-8,4	2,5	-0,7	0,7	7,5	-3,3	-3,9
Jul	P	-3,7	3,0	-1,4	4,3	2,2	4,4	-1,3	-2,5	-8,6	0,7	-4,2	-12,0	6,6	-2,2	-4,0
Ago	P	-3,2	1,0	-2,1	3,5	4,2	5,0	3,2	-3,0	-10,1	0,6	-12,6	0,1	0,8	-1,0	-1,9
Sep	P	-1,7	5,5	-0,1	5,8	3,3	5,1	0,4	-3,5	-12,6	1,3	-4,3	-1,4	5,7	-5,8	-13,9
Oct	P	-5,4	-1,4	-3,6	0,4	-4,8	-3,2	-7,4	-7,1	-14,2	-3,3	-3,1	-1,7	4,2	-0,3	15,6
Nov	P	-2,7	1,9	-5,1	0,5	-0,0	0,2	-0,2	-9,9	-21,1	-1,7	-5,3	-1,7	-4,4	-5,0	-3,2
Dic	P	-5,7	-0,6	-5,1	1,7	-0,9	-1,3	-0,6	-10,3	-18,2	-4,5	-6,2	0,1	-6,4	-3,8	-0,5
13 Ene	P	-7,8	-2,3	-5,2	-0,4	-4,3	-2,6	-6,0	-9,1	-15,0	-5,2	-1,3	3,2	-6,2	-2,2	5,8
Feb	P	-8,7	-2,6	-7,7	-1,8	-3,0	-0,0	-6,3	-10,2	-17,8	-5,1	-7,3	5,9	-10,0	-2,7	-5,1
Mar	P	7,0	6,5	8,3	6,8	6,1	7,9	3,9	-5,8	-16,5	1,1	-8,0	8,8	-2,5	-3,7	-15,8
Abr	P	-11,6	-1,7	-11,0	-1,5	-0,3	3,1	-5,1	-7,8	-16,1	-3,3	4,8	-12,5	-5,1	-2,9	1,8
May	P	5,2	8,2	7,0	8,3	5,8	7,4	3,0	...	...	...	...	...	1,1	...	...

#### TURISMO (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



#### TRANSPORTE (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

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

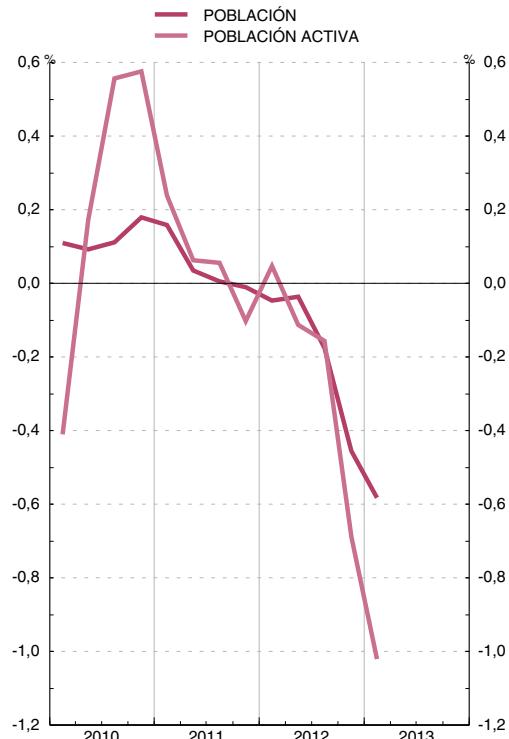
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

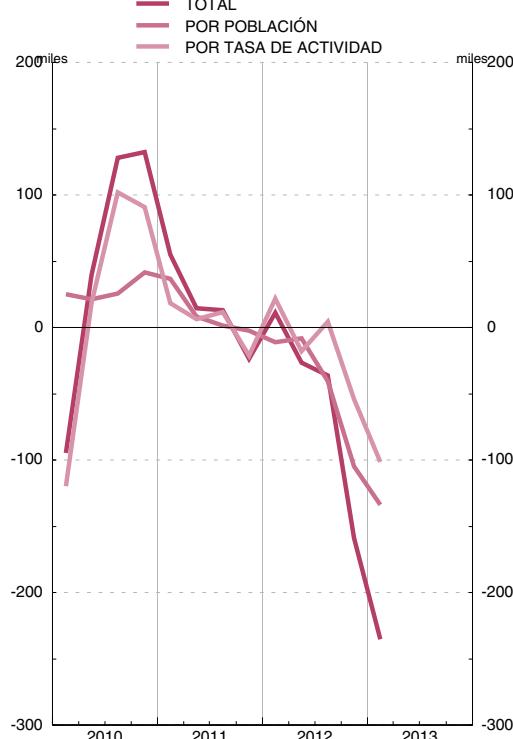
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa					
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 <sup>4</sup>	T <sup>4</sup>		Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 <sup>4</sup>	
							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	
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	
12	M	38 429	-69	-0,2	59,99	23 051	-53	-41	-11	-0,2	
12 I-I	M	38 494	-18	-0,0	59,94	23 073	11	-11	22	0,0	
13 I-I	M	38 270	-224	-0,6	59,68	22 837	-235	-134	-102	-1,0	
10 III /IV		38 485	43	0,1	60,08	23 122	128	26	102	0,6	
		38 512	69	0,2	59,99	23 105	132	42	91	0,6	
11 I /II		38 512	61	0,2	59,88	23 062	55	37	18	0,2	
		38 481	13	0,0	60,12	23 137	14	8	6	0,1	
		38 488	2	0,0	60,11	23 135	13	1	12	0,1	
		38 508	-4	-0,0	59,94	23 081	-24	-3	-21	-0,1	
12 I /II		38 494	-18	-0,0	59,94	23 073	11	-11	22	0,0	
		38 467	-14	-0,0	60,08	23 110	-26	-8	-18	-0,1	
		38 420	-68	-0,2	60,12	23 098	-36	-41	4	-0,2	
		38 333	-175	-0,5	59,80	22 922	-159	-105	-54	-0,7	
13 I		38 270	-224	-0,6	59,68	22 837	-235	-134	-102	-1,0	

#### 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).

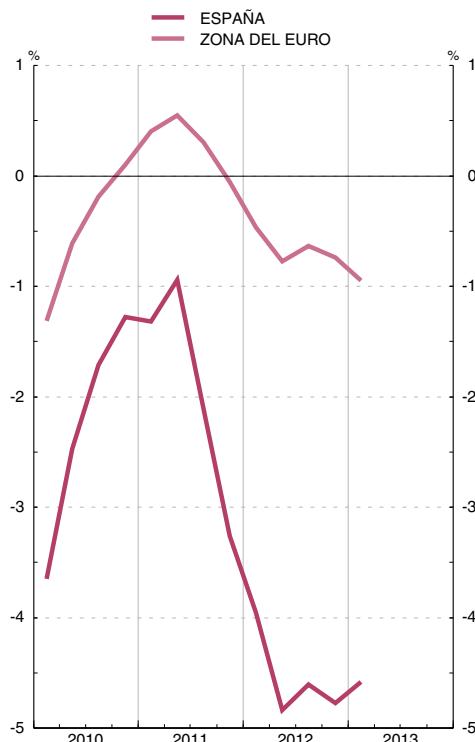
#### 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

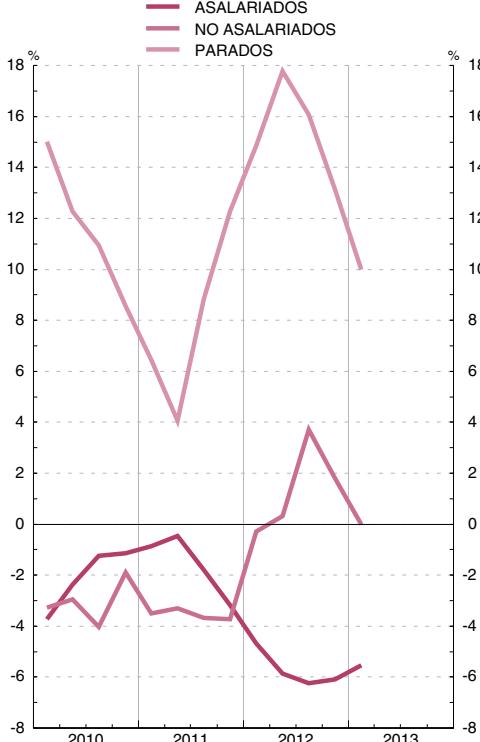
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados			Pro memoria: zona del euro			
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Tasa de paro (%) (a)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas (a)							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10							
		10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,5	10,14
10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,5	10,14		
11	M	18 105	-352	-1,9	15 105	-241	-1,6	2 999	-110	-3,6	4 999	367	7,9	21,64	0,3	10,17		
12	M	17 282	-823	-4,5	14 242	-864	-5,7	3 040	41	1,4	5 769	770	15,4	25,03	-0,7	11,36		
12 I-I	M	17 433	-719	-4,0	14 411	-710	-4,7	3 022	-9	-0,3	5 640	729	14,9	24,44	-0,5	10,89		
13 I-I	M	16 635	-799	-4,6	13 613	-799	-5,5	3 022	-	-	6 203	563	10,0	27,16	-0,9	12,07		
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		
IV		18 408	-238	-1,3	15 314	-178	-1,2	3 094	-59	-1,9	4 697	370	8,6	20,33	0,1	10,11		
11 I		18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,4	9,95		
II		18 303	-174	-0,9	15 292	-71	-0,5	3 011	-103	-3,3	4 834	188	4,1	20,89	0,6	9,91		
III		18 156	-391	-2,1	15 179	-277	-1,8	2 977	-114	-3,7	4 978	404	8,8	21,52	0,3	10,21		
IV		17 808	-601	-3,3	14 829	-485	-3,2	2 978	-116	-3,7	5 274	577	12,3	22,85	-0,1	10,59		
12 I		17 433	-719	-4,0	14 411	-710	-4,7	3 022	-9	-0,3	5 640	729	14,9	24,44	-0,5	10,89		
II		17 417	-886	-4,8	14 397	-895	-5,9	3 020	9	0,3	5 693	859	17,8	24,63	-0,8	11,27		
III		17 320	-836	-4,6	14 233	-946	-6,2	3 087	110	3,7	5 778	800	16,1	25,02	-0,6	11,51		
IV		16 957	-850	-4,8	13 926	-904	-6,1	3 032	53	1,8	5 965	692	13,1	26,02	-0,7	11,79		
13 I		16 635	-799	-4,6	13 613	-799	-5,5	3 022	-	-	6 203	563	10,0	27,16	-0,9	12,07		

**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)

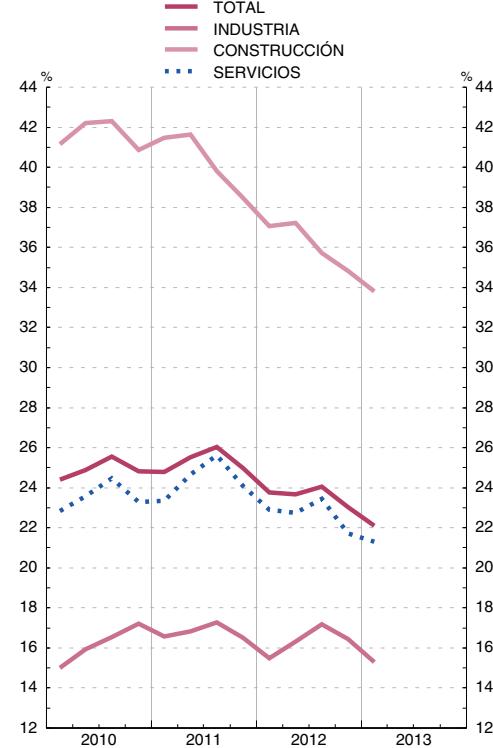
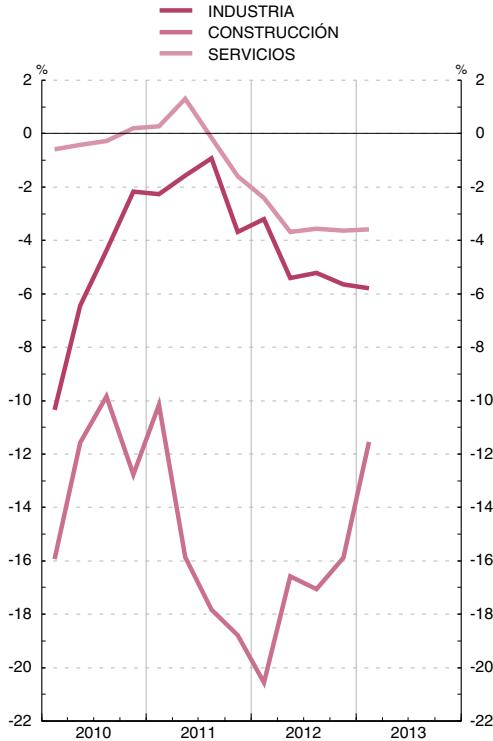
■ Serie representada gráficamente.

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 (%)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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
12	M	-4,5	-5,7	23,6	-0,9	-1,5	59,6	-4,9	-5,8	16,4	-17,6	-22,6	36,2	-3,3	-4,3	22,7	-4,7
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
13 I-I	M	-4,6	-5,5	22,1	-6,8	-10,0	58,0	-5,8	-5,3	15,3	-11,5	-14,1	33,8	-3,6	-4,8	21,3	-4,5
10 III/IV		-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
		-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
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
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
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
II		-4,8	-5,9	23,7	-1,2	-0,7	58,6	-5,4	-6,5	16,3	-16,6	-20,9	37,2	-3,7	-4,5	22,8	-5,0
III		-4,6	-6,2	24,0	1,8	1,0	55,4	-5,2	-6,6	17,2	-17,1	-22,4	35,7	-3,6	-5,0	23,4	-4,9
IV		-4,8	-6,1	23,0	-3,0	-2,6	64,0	-5,7	-5,7	16,5	-15,9	-20,8	34,8	-3,6	-5,1	21,7	-4,9
13 I		-4,6	-5,5	22,1	-6,8	-10,0	58,0	-5,8	-5,3	15,3	-11,5	-14,1	33,8	-3,6	-4,8	21,3	-4,5

**Ocupados**  
Tasas de variación interanual

**RATIOS DE TEMPORALIDAD**  
Porcentajes



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

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

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

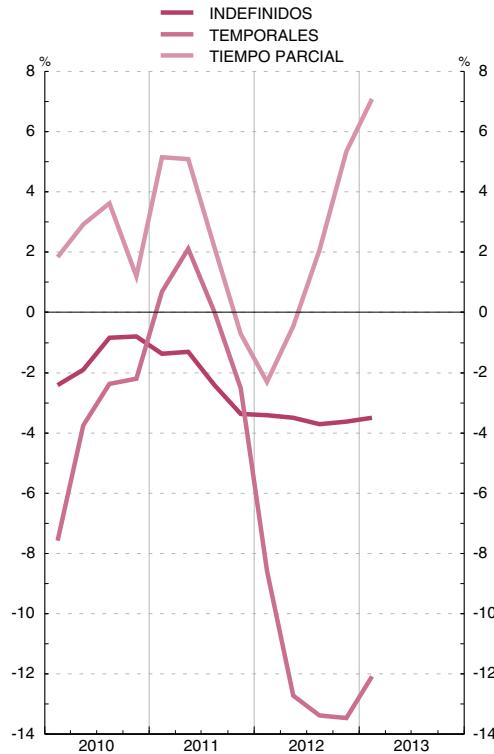
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

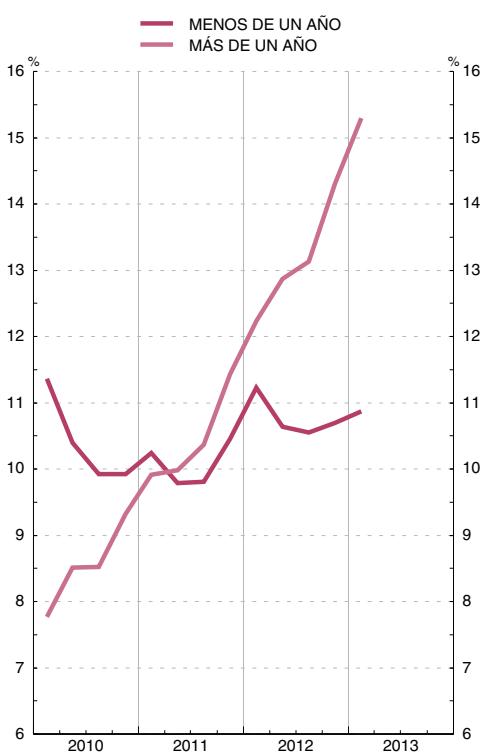
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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
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
12	M	-402	-3,6	-461	-12,1	23,62	-888	-6,9	24	1,1	15,65	10,78	6,8	13,14	25,7
12 I-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
13 I-I	M	-385	-3,5	-414	-12,1	22,12	-954	-7,8	155	7,1	17,24	10,87	-4,1	15,30	23,8
10 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
II		-399	-3,5	-496	-12,7	23,66	-885	-6,8	-10	-0,4	15,87	10,64	8,6	12,87	28,8
III		-418	-3,7	-529	-13,4	24,04	-990	-7,6	44	2,1	15,20	10,55	7,5	13,14	26,5
IV		-404	-3,6	-499	-13,5	23,02	-1 019	-8,0	115	5,3	16,33	10,69	1,6	14,31	24,4
13 I		-385	-3,5	-414	-12,1	22,12	-954	-7,8	155	7,1	17,24	10,87	-4,1	15,30	23,8

#### 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

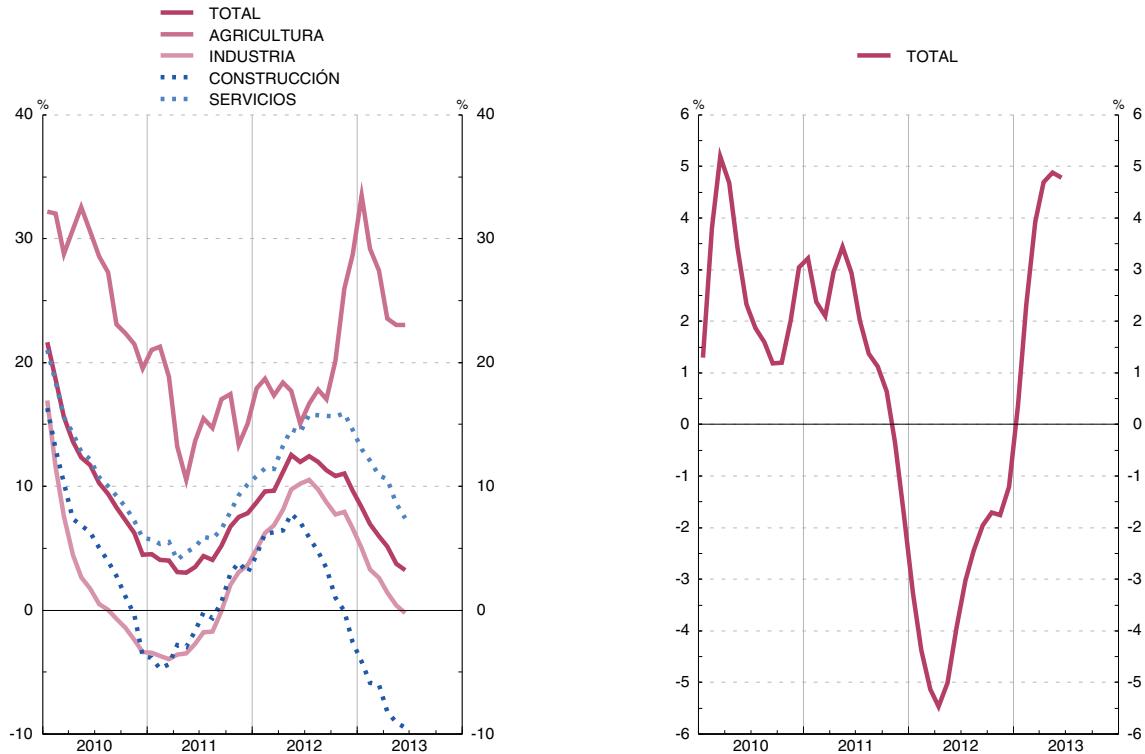
■ Serie representada gráficamente.

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 interanual (Miles de personas)	1 <sup>1</sup> T 12	1 <sup>1</sup> T 12	1 <sup>1</sup> T 12								Miles de personas	1 <sup>1</sup> T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 <sup>1</sup> T 12
					Total	Agri-cultura	Total	Industria	Construc-ción	Servicios									
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	
12	M	4 720	463	10,9	3,4	11,6	19,3	11,3	8,1	4,2	14,1	1 187	-1,3	9,87	34,63	90,13	1 169	-3,7	
12	E-J	M	4 689	449	10,6	6,9	11,0	17,5	10,7	7,7	6,4	12,6	1 126	-2,8	10,30	33,22	89,70	1 098	-5,4
13	E-J	M	4 950	261	5,6	-6,7	6,7	26,6	5,9	2,1	-7,1	10,4	1 122	-0,4	8,62	34,76	91,38	1 142	4,0
12	May		4 714	524	12,5	10,0	12,8	17,7	12,6	9,8	7,8	14,6	1 247	-3,2	10,14	33,77	89,86	1 221	-6,5
	Jun		4 615	493	12,0	7,3	12,4	15,1	12,3	10,2	7,1	14,3	1 386	5,6	12,13	37,42	87,87	1 282	-1,7
	Jul		4 587	508	12,4	4,5	13,2	16,7	13,1	10,5	5,9	15,8	1 527	13,2	15,09	39,22	84,91	1 357	0,9
	Ago		4 626	495	12,0	2,3	12,9	17,8	12,7	9,8	4,7	15,7	1 044	-1,6	7,13	34,43	92,87	1 035	-3,7
	Sep		4 705	479	11,3	-0,9	12,5	17,0	12,4	8,7	3,4	15,7	1 274	-8,6	9,24	37,34	90,76	1 351	-8,3
	Oct		4 834	473	10,8	-2,1	12,1	20,1	11,8	7,8	1,0	15,7	1 427	10,2	9,15	38,08	90,85	1 469	10,2
	Nov		4 908	487	11,0	-2,3	12,3	26,0	11,8	8,0	-0,1	15,9	1 152	-5,4	8,70	34,81	91,30	1 153	-4,4
	Dic		4 849	426	9,6	-2,6	10,8	28,7	10,1	6,6	-2,6	14,6	1 059	-9,2	7,31	32,42	92,69	1 071	-8,1
13	Ene		4 981	381	8,3	-5,4	9,5	33,5	8,6	5,0	-4,2	13,0	1 102	5,7	9,13	31,98	90,87	1 112	5,6
	Feb		5 040	328	7,0	-6,9	8,3	29,2	7,4	3,3	-5,9	12,1	950	-4,1	9,64	33,86	90,36	962	-0,8
	Mar		5 035	284	6,0	-8,3	7,3	27,4	6,5	2,6	-6,0	10,9	970	-8,1	10,11	35,80	89,89	989	-4,6
	Abr		4 989	245	5,2	-7,9	6,4	23,6	5,7	1,4	-8,2	10,6	1 153	11,0	8,53	34,86	91,47	1 184	15,8
	May		4 891	177	3,8	-7,6	4,8	23,0	4,1	0,4	-9,1	8,6	1 283	2,9	7,47	35,49	92,53	1 310	7,2
	Jun		4 764	148	3,2	-4,5	3,9	23,0	3,2	-0,2	-9,5	7,4	1 277	-7,9	6,84	36,57	93,16	1 293	0,8

#### PARO REGISTRADO Tasas de variación interanual

#### COLOCACIONES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

a. Hasta diciembre de 2008, CNAE 1993; desde enero de 2009, CNAE 2009.

#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

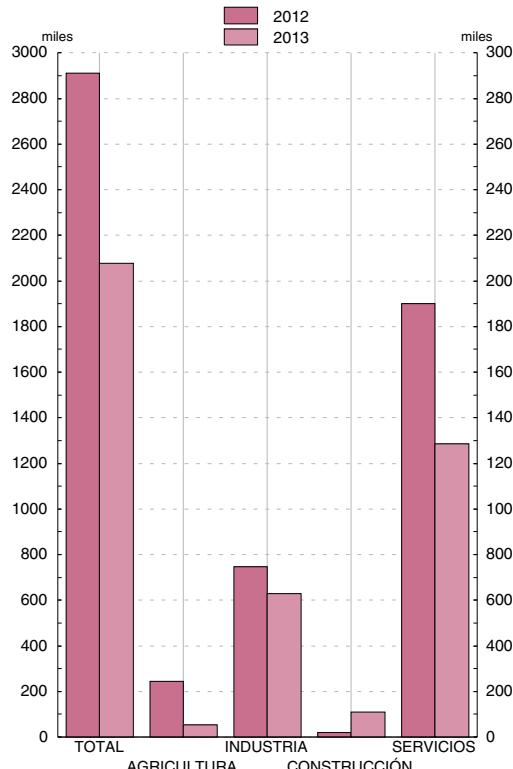
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas y porcentajes

Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)(c)	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro													
		Miles de trabajadores afectados (a)						Incremento salarial medio pactado									
		Por revisados	Por firmados	Total	Variación interanual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	
1	2	3	4	5	6	7 (d)	8 (d)	9 (d)	10 (d)	11	12	13	14 (d)	15 (d)	16 (d)	17 (d)	
10	10 794	1,48	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
11	10 131	2,06	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67
12	7 327	1,23	4 399	1 679	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	1,54	0,69	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
<b>12 Ene</b>	6 754	1,25	1 225	15	1 240	-133	162	587	2	490	2,45	1,71	2,44	2,45	2,54	2,50	2,32
<i>Feb</i>	6 785	1,25	1 641	29	1 671	-559	164	648	2	856	2,33	1,13	2,31	2,47	2,49	2,50	2,14
<i>Mar</i>	6 817	1,25	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
<i>Abr</i>	7 132	1,23	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
<i>May</i>	7 139	1,23	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
<i>Jun</i>	7 182	1,23	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
<i>Jul</i>	7 196	1,23	2 842	415	3 257	-1 747	243	784	83	2 147	1,66	0,85	1,56	2,15	1,73	1,05	1,44
<i>Ago</i>	7 197	1,23	2 970	646	3 615	-1 408	244	881	234	2 256	1,60	0,87	1,47	2,15	1,57	1,02	1,40
<i>Sep</i>	7 263	1,22	3 212	1 231	4 443	-679	273	1 062	270	2 838	1,53	0,70	1,30	2,09	1,44	1,04	1,19
<i>Oct</i>	7 307	1,23	3 273	1 560	4 834	-674	295	1 100	343	3 096	1,50	0,69	1,24	1,94	1,42	1,03	1,13
<i>Nov</i>	7 308	1,23	4 175	1 618	5 794	-270	384	1 232	381	3 797	1,52	0,69	1,29	1,62	1,42	1,04	1,24
<i>Dic</i>	7 327	1,23	4 399	1 679	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	1,54	0,69	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
<b>13 Ene</b>	2 061	0,65	471	17	489	-751	0	35	...	453	0,34	1,04	0,37	-	0,71	...	0,34
<i>Feb</i>	2 062	0,65	776	25	800	-870	0	154	3	643	0,59	0,91	0,60	-	0,73	1,50	0,56
<i>Mar</i>	2 065	0,65	878	274	1 152	-952	12	410	6	724	0,69	0,10	0,55	2,83	0,31	1,37	0,64
<i>Abr</i>	2 067	0,65	1 041	383	1 424	-806	30	471	8	915	0,71	0,22	0,58	2,22	0,38	1,10	0,62
<i>May</i>	2 070	0,65	1 283	422	1 705	-1 000	46	589	65	1 005	0,76	0,23	0,63	1,44	0,48	0,67	0,68
<i>Jun</i>	2 072	0,65	1 416	661	2 076	-835	54	628	109	1 285	0,79	0,35	0,65	1,30	0,51	0,64	0,70

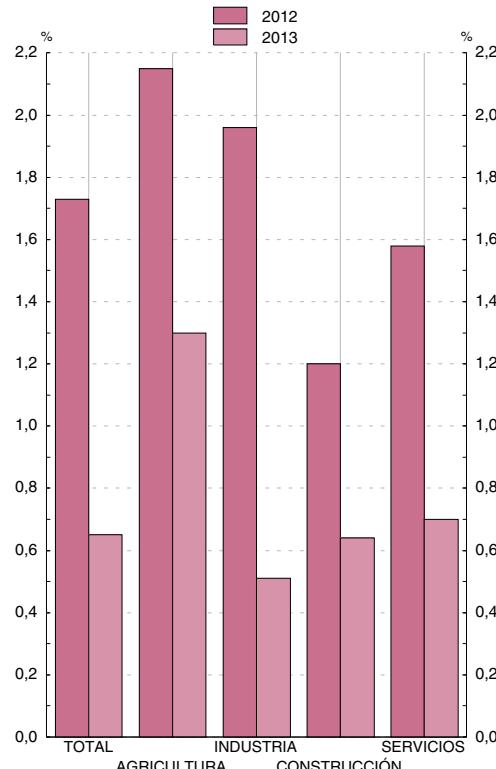
#### TRABAJADORES AFECTADOS

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. La información del número de convenios registrados hasta el 31 de enero de 2013 con efectos económicos en 2013 no es homogénea con la del mismo periodo del año anterior. En los convenios registrados hasta el 31 de enero de 2012 se incluyeron 568 convenios plurianuales con efectos económicos anteriores a 2012.

d. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: Coste laboral por hora efectiva (a)							
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		España (b)	Zona del euro (c)						
		Por trabajador y mes		Por hora efectiva			Por trabajador y mes		Por hora efectiva											
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	12	13						
10	M	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,3	1,7						
11	M	1,2	1,7	2,8	1,0	2,2	1,0	2,8	2,5	0,5	2,1	1,6	1,9	2,7						
12	M	-0,6	1,9	1,5	-1,3	-0,1	-0,6	1,2	1,3	-1,1	-0,1	-0,8	-0,2	2,1						
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	1,6						
13 I-I	M	-1,4	1,5	-0,8	-2,0	2,1	-1,8	1,4	-0,5	-2,6	1,8	-0,3	-0,6	2,0						
10 III		-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-1,1	1,3						
IV		-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-0,2	1,8						
11 I		0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	0,9	2,3						
II		0,8	1,6	3,0	0,6	1,5	0,6	3,1	3,2	-0,2	1,3	1,5	1,2	3,1						
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						
IV		1,6	1,8	3,3	1,5	2,5	1,4	2,3	2,4	1,1	2,2	2,2	2,4	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	1,6						
II		-0,3	2,6	2,6	-1,0	0,7	-	2,1	2,2	-0,5	1,0	-1,4	0,5	2,5						
III		-0,1	1,8	1,0	-0,4	-	0,3	1,0	1,2	0,0	0,3	-0,9	0,5	2,2						
IV		-3,2	0,7	0,0	-4,2	-2,2	-3,6	-0,2	0,4	-4,7	-2,7	-1,8	-3,4	2,0						
13 I		-1,4	1,5	-0,8	-2,0	2,1	-1,8	1,4	-0,5	-2,6	1,8	-0,3	-0,6	2,0						

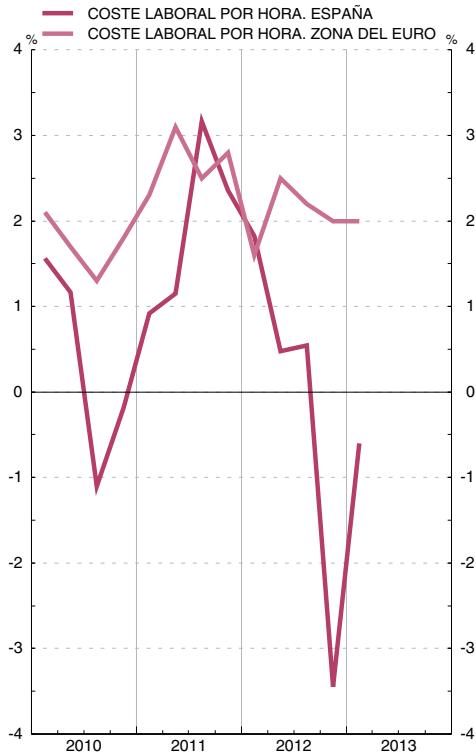
#### POR TRABAJADOR Y MES

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.

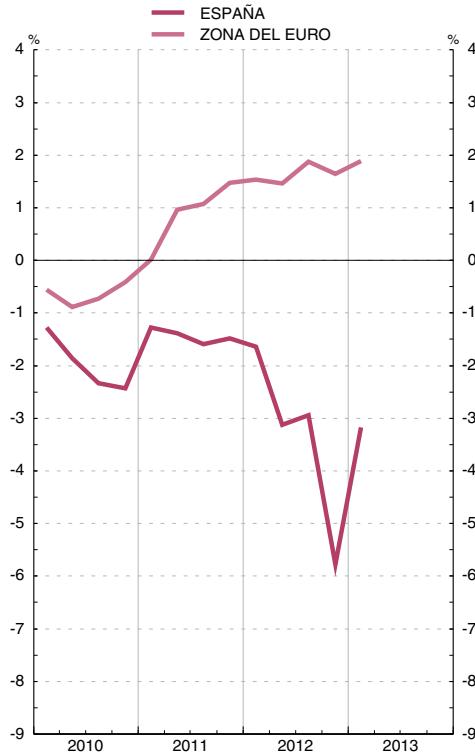
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

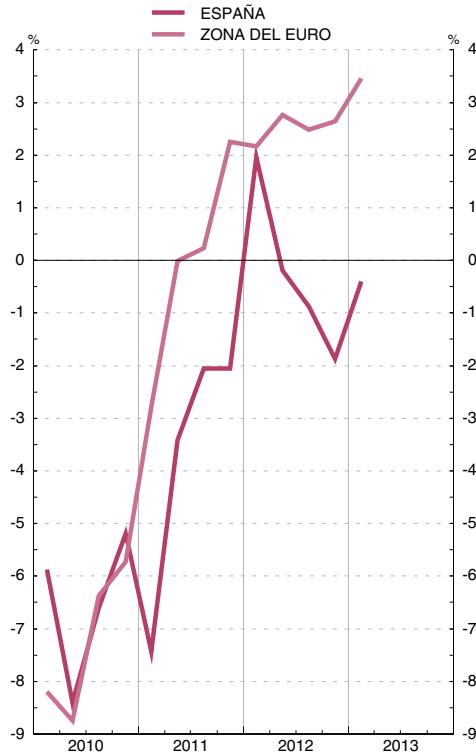
Tasas de variación interanual

	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
11		-1,4	0,9	-3,8	-0,1	0,7	2,1	2,2	1,2	0,4	1,5	-1,7
12		-3,4	1,6	-0,3	2,5	-0,3	1,7	3,2	0,1	-1,4	-0,5	-4,4
13	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
10	II	-1,9	-0,9	-8,4	-8,7	0,8	2,0	2,7	2,9	-0,2	2,3	-2,8
	III	-2,3	-0,7	-6,6	-6,4	-0,4	1,7	2,0	2,4	0,0	2,2	-1,9
	IV	-2,4	-0,4	-5,2	-5,7	-0,7	1,7	1,7	2,1	0,4	2,2	-1,4
11	I	-1,3	0,0	-7,4	-2,8	0,6	2,1	1,9	2,1	0,5	2,5	-1,4
	II	-1,4	1,0	-3,4	-0,0	0,1	2,1	1,5	1,1	0,5	1,7	-0,9
	III	-1,6	1,1	-2,1	0,2	0,7	2,2	2,3	1,1	0,6	1,4	-1,6
	IV	-1,5	1,5	-2,1	2,2	1,4	2,2	2,9	0,7	-0,0	0,7	-2,9
12	I	-1,6	1,5	2,0	2,2	1,4	1,9	3,1	0,4	-0,7	-0,1	-3,7
	II	-3,1	1,5	-0,2	2,8	0,2	1,8	3,5	0,3	-1,4	-0,5	-4,7
	III	-2,9	1,9	-0,9	2,5	0,1	1,8	3,1	-0,0	-1,6	-0,7	-4,6
	IV	-5,8	1,6	-1,9	2,6	-3,0	1,4	2,9	-0,2	-1,9	-1,0	-4,7
13	I	-3,2	1,9	-0,4	3,5	-0,6	1,7	2,6	-0,2	-2,0	-1,1	-4,5
												-0,9

#### 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

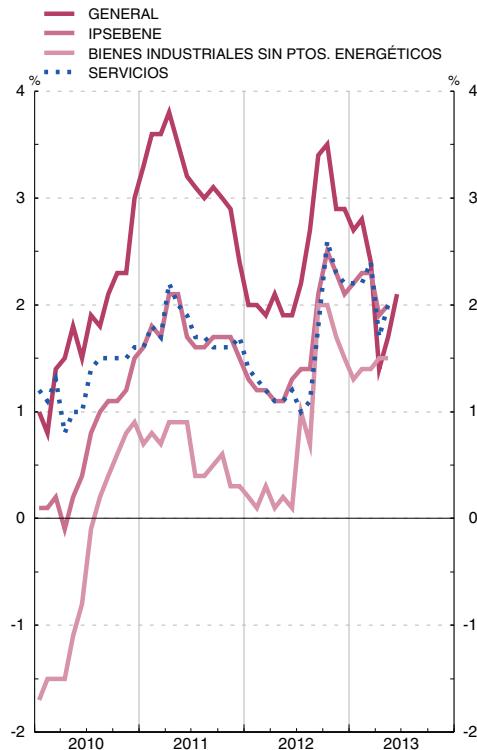
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100%)					Tasa de variación interanual ( $\frac{1}{12}$ )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
	Serie original	m <sub>1</sub> (a)	1 T <sub>12</sub> (b)	s/ T dic (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 T <sub>12</sub>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
12	M	102,4	—	2,5	2,9	2,3	3,0	0,8	8,9	1,5	1,6	111,6	9,9
12	E-M	101,3	0,2	2,0	-0,1	1,5	2,8	0,2	8,1	1,2	1,2	106,8	2,3
13	E-M	103,5	-0,0	2,2	-0,8	3,5	3,4	1,4	2,0	2,1	2,1	...	...
12	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	108,5	2,7
	May	102,3	-0,1	1,9	0,9	1,1	3,0	0,2	8,3	1,1	1,1	109,0	2,4
	Jun	102,1	-0,2	1,9	0,7	2,5	3,8	0,1	6,2	1,2	1,3	110,1	1,3
	Jul	101,9	-0,2	2,2	0,5	2,0	3,2	1,0	7,8	1,0	1,4	100,1	9,4
	Ago	102,5	0,6	2,7	1,1	2,7	3,2	0,7	11,9	1,1	1,4	105,8	14,7
	Sep	103,5	1,0	3,4	2,1	2,8	2,9	2,0	13,4	1,8	2,1	118,5	15,4
	Oct	104,4	0,8	3,5	2,9	2,7	3,0	2,0	11,2	2,6	2,5	124,8	20,6
	Nov	104,2	-0,1	2,9	2,8	3,3	3,1	1,7	7,5	2,3	2,3	119,7	17,8
	Dic	104,3	0,1	2,9	2,9	3,9	3,1	1,5	7,6	2,2	2,1	120,3	20,0
13	Ene	103,0	-1,3	2,7	-1,3	4,3	3,6	1,3	5,3	2,2	2,2	114,3	15,5
	Feb	103,1	0,2	2,8	-1,1	3,1	3,6	1,4	5,9	2,2	2,3	114,5	7,4
	Mar	103,5	0,4	2,4	-0,8	2,5	3,6	1,4	3,2	2,4	2,3	...	...
	Abr	103,9	0,4	1,4	-0,4	2,7	3,1	1,5	-2,5	1,7	1,9	...	...
	May	104,1	0,2	1,7	-0,2	4,9	2,9	1,5	-1,8	2,0	2,0	...	...

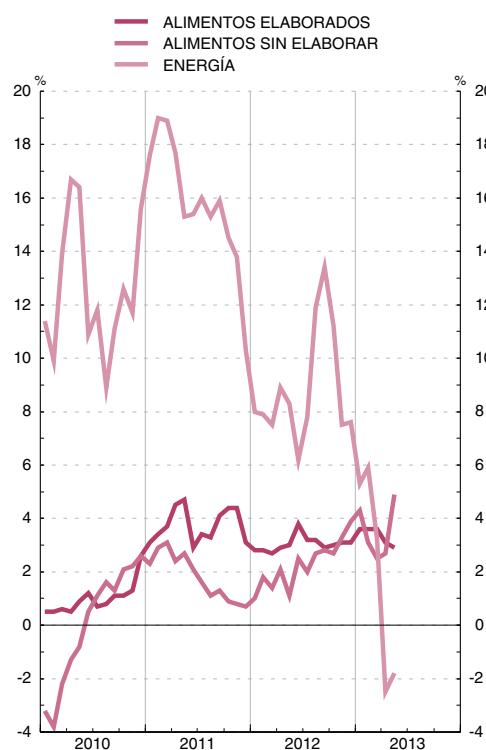
### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

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				
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		
12	M	2,4	2,5	3,1	3,0	2,6	3,1	3,5	3,1	1,6	3,0	3,4	3,0	1,0	1,2	8,8	7,6	1,5	1,8		
12	E-M	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		
13	E-M	2,3	1,6	2,5	1,7	3,4	3,0	3,5	2,2	3,3	4,2	2,0	1,1	2,0	0,8	1,9	1,7	2,0	1,5		
12	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	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		
	Jun	1,8	2,4	2,3	2,8	2,9	3,2	4,7	3,2	0,9	3,1	2,0	2,6	0,2	1,3	6,2	6,1	1,1	1,7		
	Jul	2,2	2,4	3,0	2,8	2,3	2,9	4,0	2,9	0,5	2,9	3,3	2,8	1,3	1,5	7,8	6,1	1,0	1,8		
	Ago	2,7	2,6	3,9	3,2	3,1	3,0	3,9	2,7	2,3	3,5	4,3	3,3	1,0	1,1	11,9	8,9	1,0	1,8		
	Sep	3,5	2,6	4,6	3,2	3,1	2,9	3,2	2,5	3,0	3,7	5,4	3,4	2,0	1,2	13,3	9,1	1,7	1,7		
	Oct	3,5	2,5	4,1	3,0	2,9	3,1	3,3	2,4	2,5	4,3	4,8	3,0	2,1	1,1	11,2	8,0	2,5	1,7		
	Nov	3,0	2,2	3,5	2,6	3,0	3,0	3,4	2,4	2,6	4,1	3,8	2,4	2,2	1,1	7,5	5,7	2,3	1,6		
	Dic	3,0	2,2	3,6	2,5	3,3	3,2	3,4	2,4	3,3	4,4	3,7	2,2	2,1	1,0	7,6	5,2	2,1	1,8		
13	Ene	2,8	2,0	3,3	2,2	3,8	3,2	3,9	2,3	3,7	4,8	3,0	1,7	1,9	0,8	5,3	3,9	2,1	1,6		
	Feb	2,9	1,8	3,4	2,1	3,5	2,7	3,9	2,3	3,0	3,5	3,3	1,7	2,0	0,8	5,9	3,9	2,1	1,5		
	Mar	2,6	1,7	2,7	1,7	3,3	2,7	3,9	2,2	2,7	3,5	2,4	1,2	2,0	1,0	3,2	1,7	2,3	1,8		
	Apr	1,5	1,2	1,5	1,2	3,0	2,9	3,0	2,1	2,9	4,2	0,7	0,5	2,2	0,8	-2,5	-0,4	1,6	1,1		
	May	P	1,8	1,4	1,8	1,4	3,5	3,2	2,8	2,1	4,3	5,1	0,9	0,5	2,1	0,8	-1,8	-0,2	1,9	1,5	

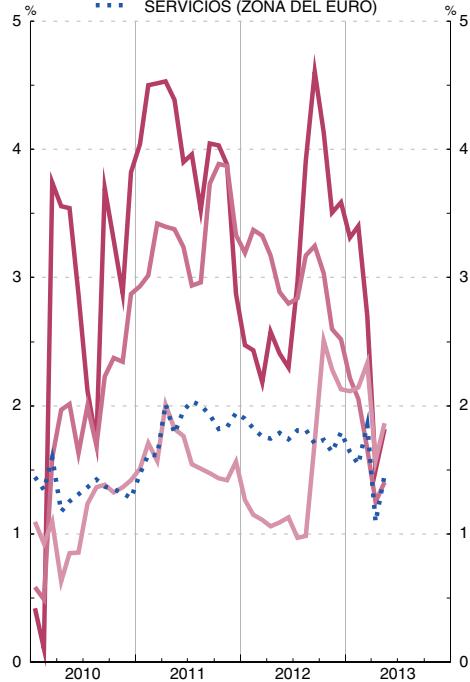
## ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Tasas de variación interanual

GENERAL (ESPAÑA)  
GENERAL (ZONA DEL EURO)



## ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES Tasas de variación interanual

BIENES (ESPAÑA)  
BIENES (ZONA DEL EURO)  
SERVICIOS (ESPAÑA)  
SERVICIOS (ZONA DEL EURO)



FUENTE: Eurostat.

a. Desde enero de 2011 se han incorporado las normas del Reglamento CE N°330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.eurostat.eu.int](http://www.eurostat.eu.int))

### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2010 = 100

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Serie original	General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro							
		m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	Total	1 T 12	Bienes de consumo	1 T 12	Bienes de inversión	1 T 12	Bienes Intermedios	1 T 12	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
10	M	100,0	—	3,7	—	0,4	—	0,4	—	3,9	—	10,2	2,7	0,4	0,3	3,6	5,6			
11	M	106,9	—	6,9	—	2,7	—	1,0	—	7,2	—	15,3	5,8	3,3	1,5	5,9	11,0			
12	M	111,0	—	3,8	—	2,5	—	0,5	—	1,4	—	9,7	2,9	2,5	1,0	0,8	6,4			
12	E-M	110,5	—	4,1	—	1,8	—	0,6	—	1,2	—	11,9	3,6	2,6	1,2	1,0	8,2			
13	E-M	111,6	—	1,0	—	3,4	—	0,2	—	1,0	—	-1,1	...	...	...	...	...	...	...	
12	Feb	110,5	0,7	4,6	0,2	1,6	0,1	0,7	0,8	1,0	1,5	14,3	4,1	2,9	1,2	1,2	9,5			
	Mar	111,3	0,7	4,5	0,2	1,7	-0,0	0,6	0,6	1,2	1,5	13,4	3,9	2,8	1,2	1,0	9,0			
	Abr	110,5	-0,7	3,2	0,4	1,8	0,0	0,5	0,5	1,1	-3,2	8,6	3,0	2,4	1,2	0,6	6,8			
	May	110,4	-0,1	3,4	0,2	1,8	-0,0	0,4	0,2	1,0	-0,7	9,4	2,8	2,0	1,1	0,5	6,4			
	Jun	109,7	-0,6	2,7	0,0	1,8	0,3	0,6	-0,5	0,6	-1,9	7,2	2,3	2,0	1,1	0,1	5,1			
	Jul	110,8	1,0	2,9	0,7	2,2	-0,0	0,5	-0,1	0,4	3,0	7,7	2,0	2,1	1,0	-0,2	4,4			
	Ago	112,2	1,2	4,6	0,6	2,7	-0,0	0,4	0,5	1,0	3,3	13,0	3,0	2,3	0,9	0,3	7,3			
	Sep	112,1	-0,1	4,3	0,8	3,5	0,1	0,5	0,4	1,6	-1,5	10,1	2,9	2,5	0,8	0,7	6,4			
	Oct	111,9	-0,2	3,9	0,0	3,6	-0,1	0,3	-0,1	1,9	-0,6	8,4	2,7	2,6	0,8	1,3	5,2			
	Nov	111,3	-0,5	3,3	-0,0	3,4	0,0	0,4	-0,2	2,3	-1,7	5,6	2,3	2,4	0,9	1,4	3,9			
	Dic	111,3	0,0	3,3	0,1	3,5	0,0	0,6	0,2	2,9	-0,3	4,8	2,3	2,4	0,9	1,6	3,6			
13	Ene	112,6	1,2	2,7	0,5	3,8	-0,1	0,2	0,3	2,5	3,6	2,9	1,7	2,3	0,8	1,3	2,2			
	Feb	112,9	0,2	2,2	0,1	3,7	0,0	0,2	0,1	1,8	1,9	1,3	2,1	0,8	0,8	1,6				
	Mar	P	111,2	-1,5	-0,0	0,1	3,5	0,0	0,3	-0,1	1,0	-5,3	-5,0	0,6	1,9	0,7	0,4	-0,3		
	Abr	P	109,9	-1,2	-0,6	-0,1	3,1	0,1	0,3	-0,5	0,0	-3,9	-5,6	-0,2	1,8	0,6	-0,3	-2,0		
	May	P	111,3	1,3	0,8	-0,1	2,8	-0,3	0,0	-0,3	-0,5	5,5	0,3	...	...	...	...	...		

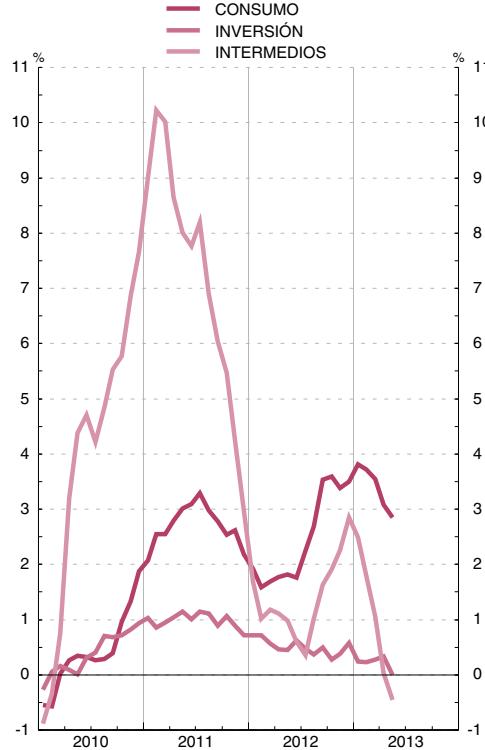
### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

Tasas de variación interanual



### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

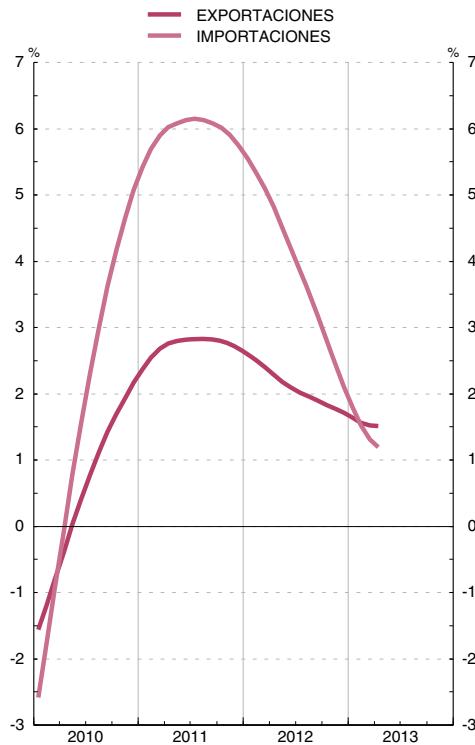
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

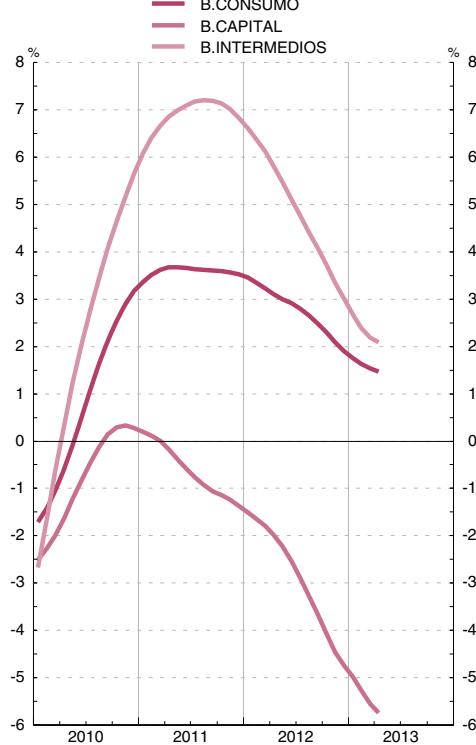
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10	1,6	3,1	-5,2	1,8	16,8	0,9	4,7	1,7	2,4	6,2	25,8	0,5
11	4,9	3,9	1,5	6,0	30,2	3,5	8,5	5,5	-0,8	10,6	25,6	5,2
12	2,1	5,7	7,0	-0,4	3,1	-0,7	4,6	3,4	-2,1	5,7	10,0	2,3
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
13 E-A	-0,3	1,9	-7,4	-0,3	-3,1	0,3	-4,1	-0,4	-8,2	-4,7	-7,3	-3,2
11 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
May	2,1	4,4	2,5	1,1	3,6	0,9	7,0	0,6	6,9	9,0	10,6	6,9
Jun	0,5	6,4	5,3	-3,3	-3,8	-3,4	4,6	6,9	2,7	4,2	5,7	2,5
Jul	-0,1	3,5	1,8	-2,2	0,9	-3,1	1,0	6,1	-4,1	-0,0	3,0	-1,7
Ago	2,1	6,3	7,3	-0,1	7,6	-0,7	5,8	4,3	-4,7	7,1	15,6	-0,9
Sep	3,3	5,1	13,3	1,7	6,6	0,8	5,5	4,8	7,1	5,4	11,7	1,4
Oct	0,0	5,4	3,9	-3,1	5,9	-1,8	4,6	4,4	-10,0	6,0	10,2	2,8
Nov	2,1	7,5	10,9	-2,1	-1,7	1,1	-1,3	-0,7	-15,1	-0,2	1,9	-1,3
Dic	4,4	10,0	1,1	1,7	6,9	-0,2	2,5	-1,7	-8,1	5,3	3,1	5,5
13 Ene	2,4	5,2	-7,2	2,3	-4,0	3,1	-0,9	-0,4	2,6	-1,4	-4,3	-1,1
Feb	-2,4	-0,8	-11,6	-1,7	1,6	-0,7	-3,8	0,9	-6,4	-4,9	-6,6	-2,3
Mar	-3,4	-0,4	-4,7	-4,6	-10,8	-3,7	-5,0	-2,8	-10,8	-5,2	-8,3	-3,3
Abr	1,9	3,4	-6,4	2,7	1,4	2,4	-6,6	0,8	-18,5	-7,5	-9,7	-6,3

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, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

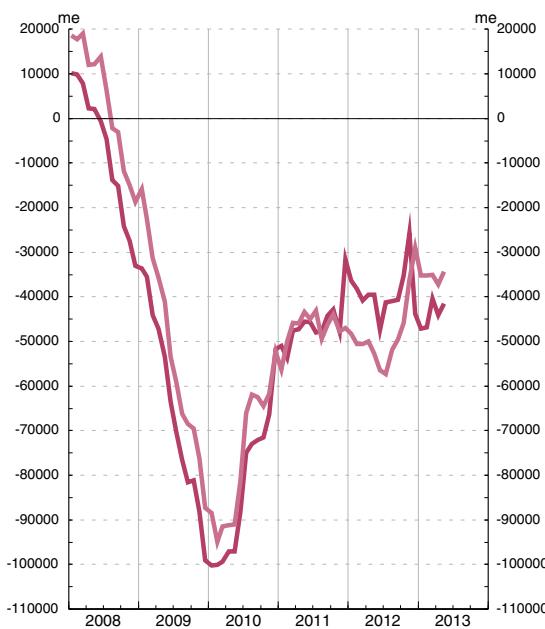
Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
	Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos sobre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Interes- es y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- neación de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- tracio- nes Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos	
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14=	15	16
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	-51 764	141 912	42 914	11 800	7 724	62 704	16 770	193 676	20 479	18 190	109 619	4 145	41 243	-52 235	127 337	179 572
11	P -31 671	137 518	31 575	8 034	7 499	58 806	31 604	169 189	20 151	22 434	85 154	3 920	37 530	-46 950	104 145	151 095
12	P -43 794	122 678	14 261	5 653	7 556	51 302	43 906	166 472	19 013	25 757	83 914	2 037	35 751	-29 013	123 344	152 357
12 E-M	P -35 669	32 107	7 070	2 963	2 218	14 500	5 356	67 776	7 350	10 234	36 476	124	13 592	-19 793	45 923	65 716
13 E-M	A -33 369	35 243	7 376	3 261	3 102	15 043	6 461	68 612	7 181	11 458	35 206	571	14 196	-25 084	42 784	67 867
12 May	P -10 888	1 548	-521	578	104	-11	1 398	12 436	1 464	2 092	6 420	57	2 403	-10 599	186	10 785
Jun	P -7 944	12 115	3 406	507	238	6 402	1 562	20 059	2 603	2 015	12 050	253	3 138	-13 254	3 112	16 366
Jul	P -4 674	7 955	-11 612	-1 941	106	-4 442	25 844	12 629	1 153	2 149	7 016	29	2 282	2 091	19 165	17 074
Ago	P -1 583	7 929	356	824	61	4 809	1 879	9 512	1 408	2 103	3 578	48	2 375	-8 234	-1 374	6 860
Sep	P 3 212	14 263	5 351	1 055	581	5 776	1 500	11 051	1 544	1 988	4 941	47	2 531	4 537	13 260	8 723
Oct	P 3 230	14 410	2 657	758	-92	9 778	1 309	11 180	1 449	2 233	4 919	73	2 506	9 093	21 768	12 675
Nov	P -2 542	8 533	1 237	908	150	4 261	1 977	11 075	1 549	2 177	4 619	98	2 632	-2 178	6 464	8 642
Dic	P 2 176	25 366	5 796	579	4 294	10 218	4 479	23 190	1 957	2 858	10 315	1 365	6 695	-1 275	15 027	16 301
13 Ene	A -12 734	1 643	804	711	108	-414	434	14 377	1 409	2 297	7 654	91	2 926	-15 252	5 789	21 041
Feb	A -10 837	3 652	898	483	32	1 523	716	14 489	1 413	2 033	7 360	-28	3 711	-160	11 660	11 820
Mar	A 6 462	18 701	6 016	387	2 155	8 138	2 005	12 239	1 384	2 302	5 589	211	2 753	-3 430	6 694	10 124
Apr	A -7 922	6 915	-880	665	558	4 673	1 899	14 837	1 532	2 474	8 312	143	2 376	1 437	16 505	15 068
May	A -8 338	4 332	538	1 015	249	1 123	1 407	12 670	1 443	2 352	6 291	154	2 430	-7 679	2 136	9 815

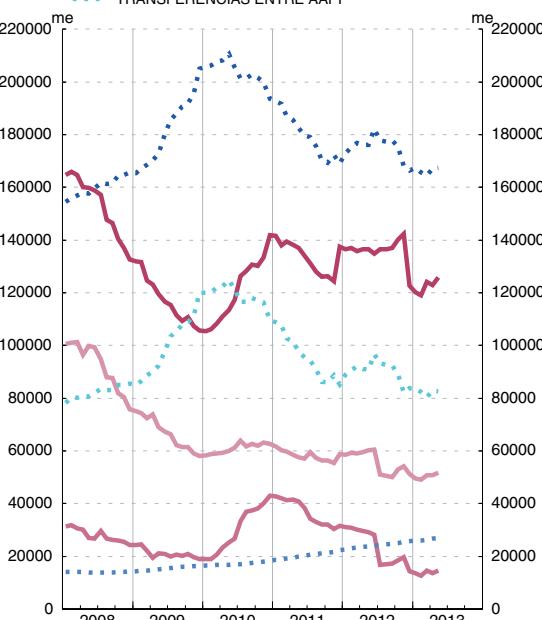
ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA  
(Suma móvil 12 meses)

ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL  
(Suma móvil 12 meses)

— CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN  
— DÉFICIT DE CAJA



— TOTAL RECURSOS  
— IVA  
— IMPUESTOS SOBRE LA RENTA Y EL PATRIMONIO  
— TOTAL EMPLEOS  
— INTERESES  
— TRANSFERENCIAS ENTRE AAPP



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Del cual	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida						
		Depósitos en el Banco de España	Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
				5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	-51 764	14 737	-5	66 501	-726	3 616	57 958	-544	1 145	4 325	60 204	9 809	50 396	6 297	62 176
11	P -31 671	20 054	-75	51 725	-1 442	312	48 941	-537	2 625	384	62 870	43 784	19 086	-11 145	51 341
12	P -43 794	66 740	2 275	110 534	-2 704	-5 749	66 585	-542	55 444	-5 204	72 126	97 138	-25 012	38 408	115 738
12 E-M	P -35 669	-3 853	-125	31 816	-729	-14 914	32 483	-542	10 896	3 891	68 302	58 676	9 626	-36 487	27 924
13 E-M	A -33 369	16 099	-2 401	49 468	1 510	6 194	39 201	-876	2 529	2 421	40 316	34 870	5 446	9 152	47 047
12 May	P -10 888	-3 582	-13 401	7 306	11	-1 887	7 329	-	1 196	668	5 716	-1 197	6 913	1 590	6 638
Jun	P -7 944	-2 027	-0	0	5 917	-48	-2 908	6 590	-	113	2 122	5 873	5 160	44	3 795
Jul	P -4 674	-16 236	0	-11 562	11	757	-11 530	-	347	-1 135	-11 345	-37 336	25 992	-217	-10 427
Ago	P -1 583	1 840	-0	3 423	10	-1 219	5 385	-	24	-767	-2 476	-21 822	19 346	5 899	4 190
Sep	P 3 212	17 935	-0	14 723	-1 962	7 316	13 792	-	55	-6 329	7 130	51 525	-44 395	7 594	21 052
Oct	P 3 230	-6 056	-0	-9 286	0	463	-6 796	-	-11	-2 941	-11 185	-539	-10 647	1 900	-6 345
Nov	P -2 542	15 249	4 400	17 791	7	5 206	14 493	-	-10	-1 899	7 060	2 952	4 108	10 731	19 690
Dic	P 2 176	59 888	-1 999	57 712	7	-450	12 169	-	44 140	1 854	8 767	42 970	-34 203	48 945	55 859
13 Ene	A -12 734	-7 912	-1 910	4 822	6	3 401	-958	-	247	2 132	4 386	3 012	1 373	437	2 690
Feb	A -10 837	7 753	-490	18 590	1 501	1 523	14 061	-	2 315	690	11 248	9 277	1 972	7 341	17 900
Mar	A 6 462	15 818	100	9 356	7	-1 627	14 589	-	-31	-3 574	19 115	16 871	2 245	-9 760	12 930
Abt	A -7 922	-10 988	-99	-3 066	-11	1 096	-7 055	-876	2	3 766	-2 940	-10 261	7 321	-126	-6 832
May	A -8 338	11 429	-1	19 767	7	1 800	18 563	-	-4	-593	8 507	15 972	-7 465	11 260	20 359

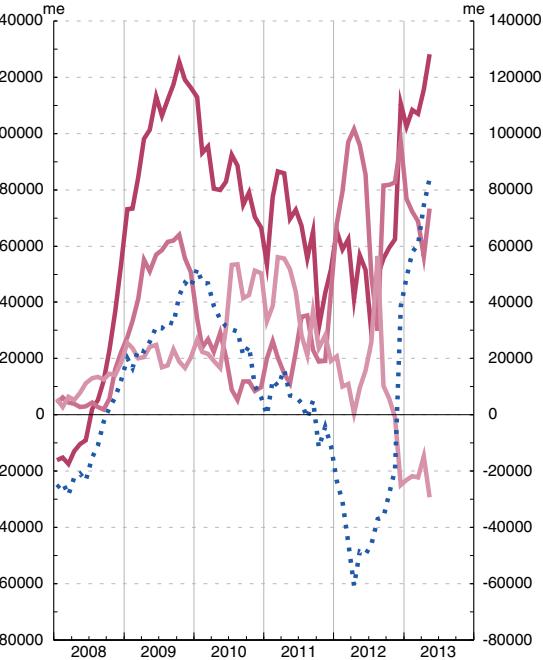
ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS  
(Suma móvil de 12 meses)

- PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS
- VALORES A CORTO PLAZO
- BONOS, OBLIGACIONES, NOTAS Y VAL. ASUMIDOS
- OTROS PASIVOS MAT. EN INST. DE MERCADO



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA  
(Suma móvil de 12 meses)

- PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS
- EN PODER DE INST. FINANCIERAS MONETARIAS
- EN PODER DE OTROS RESIDENTES
- EN PODER DEL RESTO DEL MUNDO



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

### 6.3. ESTADO. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO. ESPAÑA

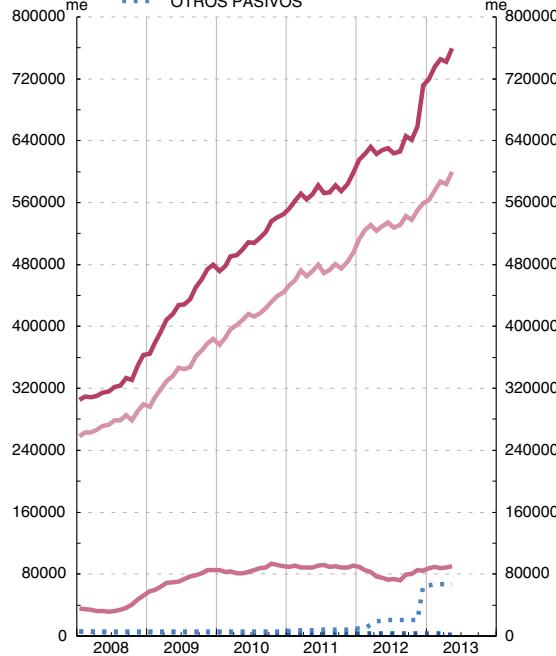
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)										Pro memoria:						
	Del cual:		Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Otros depósitos: Subastas de liquidez del Tesoro (b)	Avales prestados (saldo vivo)				
	Total	En monedas distintas del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Resto de deuda PDE (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			De los cuales:				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			11	12	13	14	15
08	362 890	63	52 074	299 558	5 249	6 008	201 112	34 511	166 601	161 779	4 502	21 403	8 152	-	-		
09	479 541	68	85 513	383 864	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 240	305	24 486	58 854	3 000	-		
10	544 790	0	89 756	444 308	4 082	6 644	299 648	61 170	238 478	245 142	300	28 598	73 560	6 000	-		
11	P 599 037	0	90 608	495 662	3 499	9 269	390 550	62 613	327 938	208 487	225	30 391	99 748	23 851	2 993		
12 May	P 627 823	0	75 312	529 430	2 915	20 165	424 603	65 961	358 642	203 220	100	40 266	133 538	27 060	27 621		
Jun	P 629 902	0	72 444	534 265	2 915	20 278	427 829	65 107	362 722	202 073	100	28 801	136 900	27 060	29 357		
Jul	P 624 087	0	73 212	527 335	2 915	20 625	422 258	61 014	361 244	201 828	100	23 131	133 402	24 060	29 972		
Ago	P 626 431	0	71 988	530 879	2 915	20 649	421 555	63 007	358 548	204 876	100	18 935	132 361	24 060	29 145		
Sep	P 645 863	0	79 364	542 990	2 915	20 594	431 334	66 878	364 456	214 529	100	36 604	130 906	24 060	28 821		
Oct	P 640 974	0	79 858	537 618	2 915	20 583	419 968	60 733	359 235	221 006	100	29 219	130 293	24 060	30 047		
Nov	P 658 725	0	85 085	550 152	2 915	20 573	425 452	63 139	362 314	233 272	4 499	35 511	130 544	24 443	30 829		
Dic	P 711 569	0	84 613	559 327	2 915	64 713	427 821	67 328	360 493	283 748	2 500	32 500	174 312	26 608	36 966		
13 Ene	A 719 323	0	87 946	563 501	2 915	64 960	424 505	65 857	358 648	294 818	591	28 466	174 639	27 608	36 294		
Feb	A 735 175	0	89 408	575 576	2 915	67 275	440 908	66 431	374 477	294 267	100	43 814	182 305	28 014	31 737		
Mar	A 745 531	0	87 693	587 679	2 915	67 244	453 017	67 818	385 199	291 514	200	47 642	176 356	29 597	29 269		
Abt	A 741 597	0	88 702	583 705	1 943	67 247	449 206	68 574	380 633	292 391	100	38 249	176 204	29 672	30 831		
May	A 758 937	0	90 396	599 355	1 943	67 242	...	69 899	...	...	100	47 800	170 954	31 720	30 861		

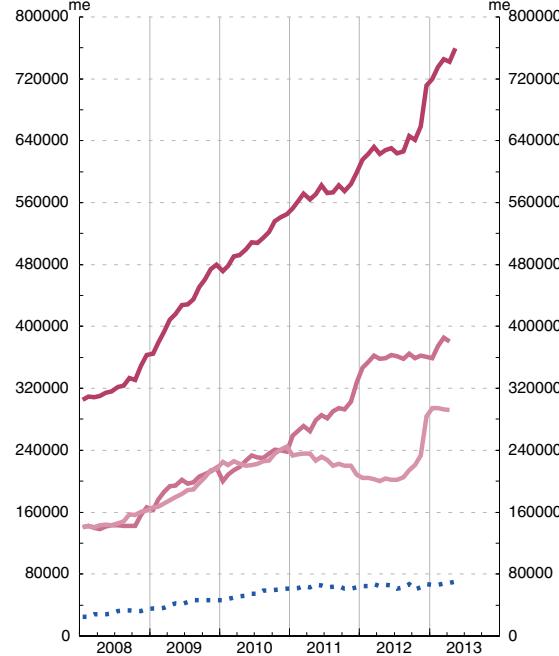
### ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos

- DEUDA DEL ESTADO
- VALORES A CORTO PLAZO
- BONOS Y OBLIGACIONES
- CRÉDITOS DEL BANCO DE ESPAÑA
- OTROS PASIVOS



### ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por sectores de contrapartida

- DEUDA DEL ESTADO
- OTROS SECTORES RESIDENTES
- RESTO DEL MUNDO
- ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



FUENTE: BE.

- a. Incluye los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), otros préstamos, valores no negociables y moneda en circulación.  
b. Incluye las subastas de liquidez del Tesoro.  
c. Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

## 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

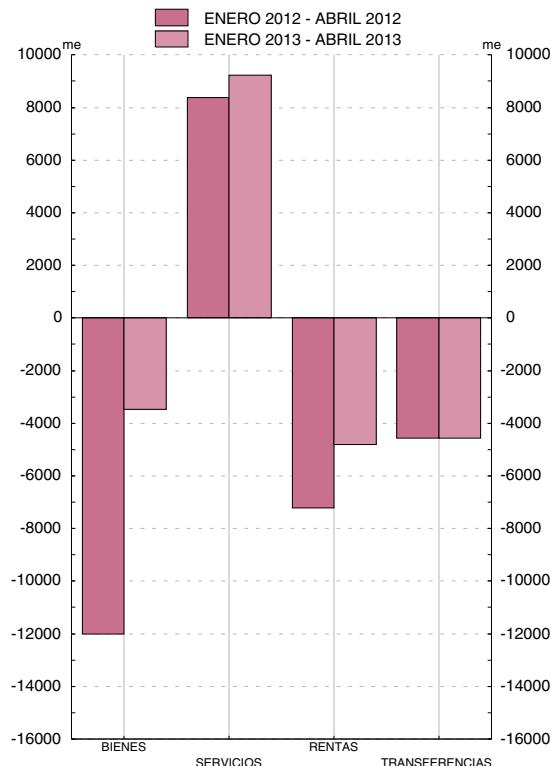
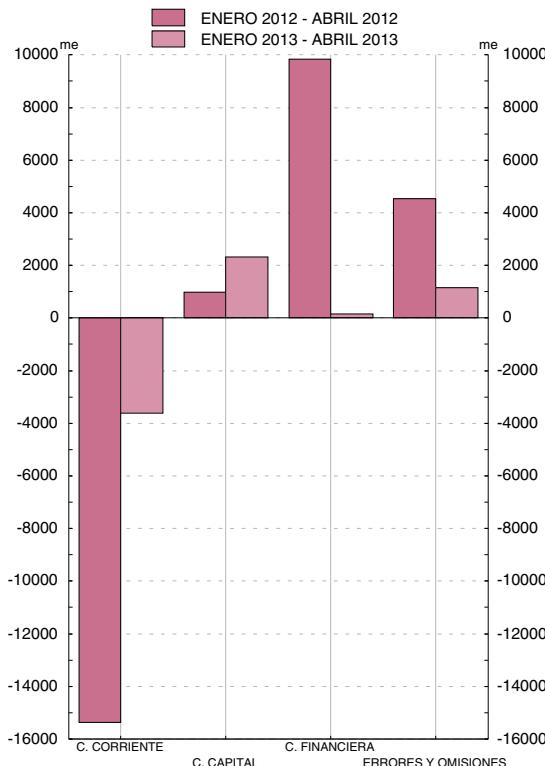
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)																
	Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias de capital (saldo) (a)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo) (b)	Cuenta finan- ciera (saldo) (b)	Errores y omisio- nes (17- (15+16))			
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos							
						Del cual											
		Total			Total	Turismo y viajes		Total									
	1-2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	10-11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17- (15+16)	
10	-46 963	-48 173	193 989	242 161	28 040	94 149	39 621	66 109	12 663	-19 933	46 373	66 306	-6 897	6 289	-40 674	43 329	-2 655
11	P -39 787	-42 331	221 644	263 975	34 630	103 068	43 026	68 437	12 349	-25 712	43 209	68 921	-6 374	5 471	-34 316	28 681	5 635
12	P -11 519	-25 670	231 008	256 677	36 983	107 194	43 521	70 211	11 911	-18 716	37 124	55 839	-4 117	6 589	-4 930	-823	5 754
12 E-A	P -15 372	-11 999	74 007	86 006	8 388	30 208	10 389	21 820	3 311	-7 207	11 479	18 686	-4 554	989	-14 384	9 843	4 541
13 E-A	P -3 610	-3 473	80 116	83 589	9 240	31 090	10 502	21 850	3 118	-4 815	10 304	15 119	-4 562	2 318	-1 292	146	1 146
12 Ene	P -4 715	-3 203	17 138	20 341	2 334	7 759	2 688	5 425	807	-2 839	2 931	5 770	-1 007	74	-4 641	2 606	2 035
Feb	P -5 875	-3 189	18 490	21 679	1 576	7 069	2 255	5 492	857	-1 718	2 467	4 184	-2 545	114	-5 761	6 038	-277
Mar	P -3 232	-2 665	20 801	23 467	1 889	7 500	2 700	5 611	808	-1 728	3 062	4 790	-727	487	-2 745	-727	3 472
Abr	P -1 550	-2 941	17 577	20 519	2 589	7 880	2 746	5 292	838	-923	3 019	3 942	-275	314	-1 237	1 925	-688
May	P -625	-1 424	19 893	21 318	2 900	8 288	3 568	5 388	679	-1 439	3 898	5 337	-662	700	75	1 706	-1 780
Jun	P -981	-2 226	19 713	21 939	3 898	10 057	4 404	6 159	1 123	-2 340	3 472	5 811	-313	705	-275	118	158
Jul	P 829	-1 181	20 219	21 400	5 158	11 915	5 641	6 756	1 236	-2 736	2 787	5 523	-413	82	911	1 575	-2 486
Ago	P 850	-2 691	17 119	19 810	5 223	10 955	5 848	5 733	1 305	-838	2 363	3 201	-844	639	1 488	83	-1 571
Sep	P -402	-2 642	18 915	21 557	4 124	9 977	4 851	5 853	1 209	-878	3 002	3 880	-1 006	796	394	-4 158	3 764
Oct	P 423	-1 087	21 588	22 675	3 627	9 694	4 097	6 067	1 104	-1 589	2 337	3 926	-528	1 024	1 447	-1 862	416
Nov	P 1 016	-897	20 476	21 373	1 885	7 767	2 581	5 882	1 058	-1 874	2 219	4 093	1 901	901	1 917	326	-2 243
Dic	P 2 744	-1 523	19 077	20 600	1 780	8 333	2 142	6 553	886	185	5 567	5 383	2 302	753	3 497	-8 453	4 956
13 Ene	P -2 883	-2 776	18 433	21 209	2 387	8 022	2 648	5 635	743	-1 479	2 634	4 114	-1 016	285	-2 598	2 199	400
Feb	P -1 629	-584	18 975	19 559	2 061	7 387	2 276	5 326	819	-1 105	2 512	3 616	-2 001	744	-885	3 205	-2 320
Mar	P 1 245	795	21 515	20 720	2 369	7 628	2 870	5 260	822	-1 294	2 356	3 650	-625	348	1 593	-728	-866
Abr	P -343	-908	21 194	22 102	2 423	8 053	2 708	5 630	734	-938	2 801	3 739	-921	942	598	-4 530	3 931

### RESUMEN

### DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.<sup>a</sup> edición, 1993).

- a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).  
b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

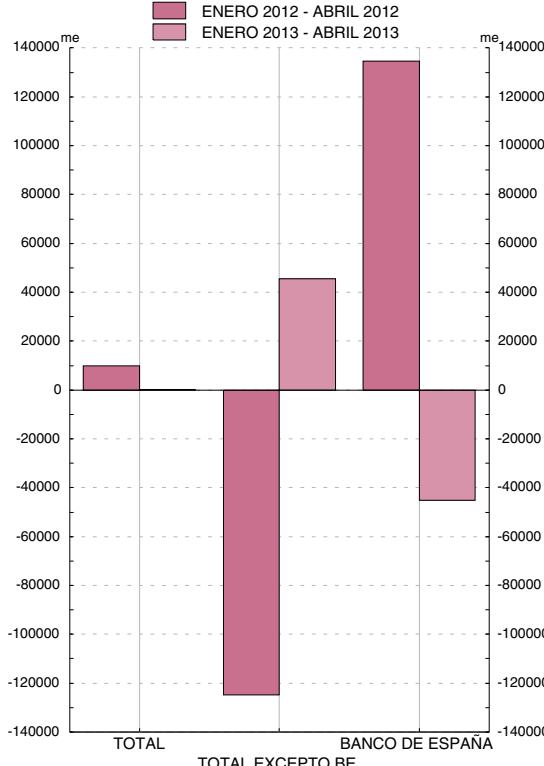
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

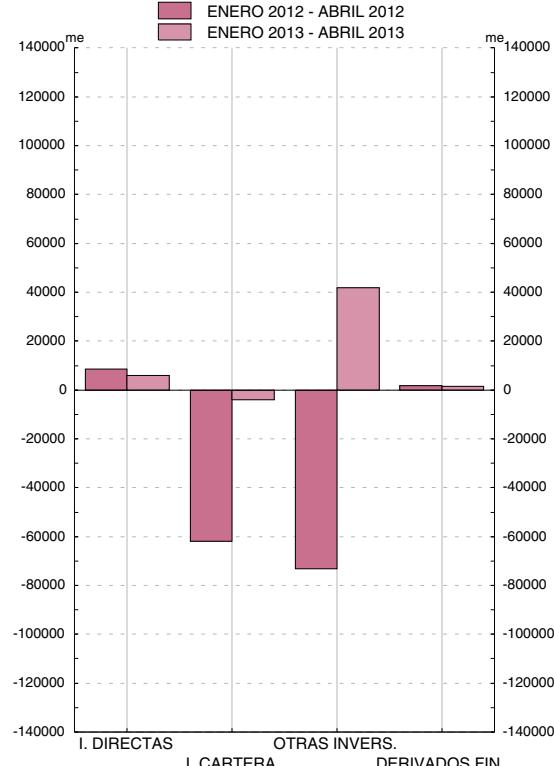
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España					
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)		
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)							
1=2+13	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+15+16	14	15	16		
10	43 329	27 633	1 532	28 574	30 106	28 727	-64 694	-35 967	-11 232	17 627	6 395	8 605	15 696	-814	9 788	6 722	
11 P	28 681	-80 459	-7 022	26 313	19 290	-27 547	-42 419	-69 966	-43 923	35 660	-8 264	-1 967	109 141	-10 022	124 056	-4 893	
12 P	-823-174 339	24 231	-3 175	21 055	-55 839	3 346	-52 493-151 045	45 690-105 354	8 314	173 516	-2 211	162 366	13 361				
12 E-A	P	9 843-124 719	8 662	-260	8 402	-61 839	-1 432	-63 270	-73 242	30 174	-43 068	1 700	134 562	-364	127 862	7 064	
13 E-A	P	146	45 402	6 058	5 908	11 966	-3 955	-3 855	-7 810	41 773	469	42 242	1 526	-45 256	-650	-48 223	3 618
12 Ene	P	2 606	-6 927	2 912	-1 609	1 303	-7 273	-44	-7 318	-2 410	-2 695	-5 105	-155	9 533	-71	8 808	797
Feb	P	6 038	-23 267	1 930	58	1 987	-6 980	2 167	-4 813	-20 925	8 824	-12 101	2 708	29 305	-111	27 639	1 777
Mar	P	-727	-67 460	1 981	-81	1 899	-25 598	678	-24 920	-44 073	20 773	-23 300	230	66 734	-30	64 608	2 156
Abr	P	1 925	-27 065	1 841	1 372	3 213	-21 987	-4 232	-26 220	-5 834	3 272	-2 562	-1 083	28 990	-152	26 807	2 334
May	P	1 706	-40 345	-1 420	1 628	207	-10 017	-2 624	-12 640	-29 193	17 260	-11 932	285	42 051	-243	42 265	29
Jun	P	118	-60 059	-2 975	2 550	-425	-14 639	-2 122	-16 761	-42 846	17 123	-25 723	400	60 177	-3 502	63 314	364
Jul	P	1 575	-17 304	-681	75	-606	-6 013	-6 663	-12 675	-14 232	-9 271	-23 503	3 621	18 879	2 025	14 853	2 001
Ago	P	83	-11 681	-425	2 265	1 840	-215	545	329	-11 569	-7 935	-19 504	528	11 764	-122	11 155	731
Sep	P	-4 158	29 752	4 085	-3 838	246	10 387	-1 287	9 099	14 706	-7 939	6 767	575	-33 911	-14	-34 287	390
Oct	P	-1 862	16 138	3 015	2 301	5 316	17 733	-7 767	9 966	-5 329	2 634	-2 695	719	-18 000	2	-19 704	1 702
Nov	P	326	14 939	6 967	-4 023	2 943	32 174	-13 057	19 117	-24 979	2 492	-22 487	777	-14 612	-13	-14 388	-211
Dic	P	-8 453	18 941	7 003	-3 871	3 131	-23 410	37 753	14 342	35 639	1 153	36 792	-290	-27 395	18	-28 704	1 291
13 Ene	P	2 199	30 267	2 427	1 195	3 623	10 933	-1 499	9 434	16 201	-1 696	14 505	705	-28 068	-934	-27 930	796
Feb	P	3 205	14 633	2 529	-697	1 832	1 058	109	1 166	11 226	2 807	14 033	-179	-11 428	-8	-12 286	866
Mar	P	-728	-1 456	-796	6 201	5 404	-12 165	280	-11 885	11 577	1 916	13 493	-72	729	155	-226	799
Abr	P	-4 530	1 959	1 898	-792	1 107	-3 781	-2 744	-6 525	2 769	-2 558	211	1 072	-6 488	136	-7 781	1 156

**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.<sup>a</sup> edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

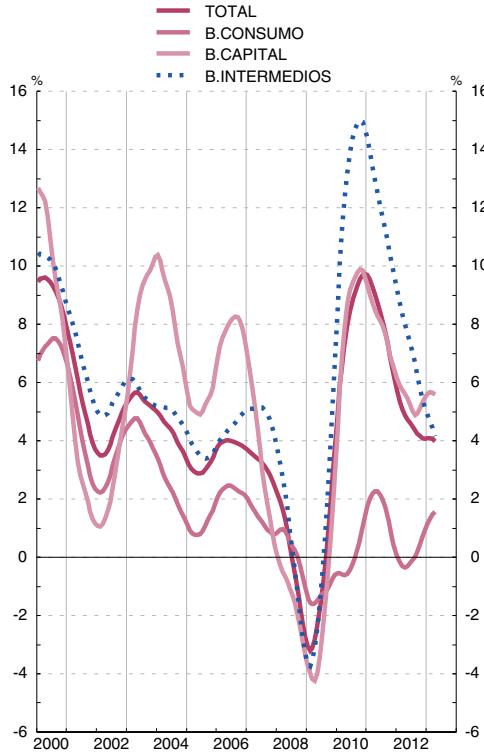
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados		
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:	Estados Unidos						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
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	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	215 230	15,2	10,0	6,8	17,9	10,7	12,1	11,4	12,7	9,5	13,6	20,0	26,2	18,8	27,2	1,3		
12	P 222 644	3,9	1,8	-2,7	-6,4	5,5	12,1	-0,7	-1,1	-2,4	0,8	15,7	27,3	18,9	11,4	28,9		
12 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		
May	P 19 462	6,2	4,0	-3,8	1,6	8,6	7,5	8,7	2,1	0,3	1,8	4,5	57,1	29,3	5,6	33,8		
Jun	P 18 869	5,1	4,5	-3,2	3,1	9,4	12,6	9,2	-1,1	-3,6	-0,4	11,5	45,0	41,1	5,3	12,5		
Jul	P 19 600	5,2	5,3	5,2	-10,7	8,0	25,5	6,8	-2,2	0,7	2,5	30,6	23,0	21,3	32,5	3,4		
Ago	P 16 587	7,4	5,2	-2,5	-13,4	11,2	3,2	11,8	-1,5	-0,2	4,7	26,7	23,3	26,1	6,7	-0,2		
Sep	P 17 866	0,5	-2,8	-13,8	-20,9	6,1	16,1	5,4	-4,0	-5,7	-2,4	24,9	33,8	12,4	-14,2	15,0		
Oct	P 21 078	8,7	8,6	7,1	12,7	8,8	-30,6	14,2	-3,3	-6,3	2,8	59,4	54,2	41,7	24,2	35,7		
Nov	P 19 750	-0,6	-2,7	-2,5	3,4	-3,6	-44,5	1,5	-5,5	-10,1	-3,0	26,8	13,3	7,1	2,0	16,8		
Dic	P 17 789	4,6	0,2	5,2	4,7	-3,2	37,3	-5,7	3,8	1,2	5,6	12,3	-13,3	14,8	18,8	68,6		
13 Ene	P 17 882	7,9	5,3	5,3	17,6	3,7	-1,0	4,0	3,7	1,9	3,4	6,2	83,2	20,0	15,2	1,5		
Feb	P 18 414	2,4	4,9	0,3	16,0	6,1	-31,4	9,1	-0,6	-1,7	-1,8	-9,1	37,0	22,9	25,8	11,3		
Mar	P 20 289	2,0	5,5	0,2	5,4	8,5	3,7	8,9	-8,1	-8,9	-6,9	13,9	41,1	16,3	2,3	-36,1		
Abr	P 20 398	18,6	16,3	18,6	42,1	11,3	26,5	10,4	13,2	11,6	16,2	23,9	8,3	36,7	32,1	28,2		

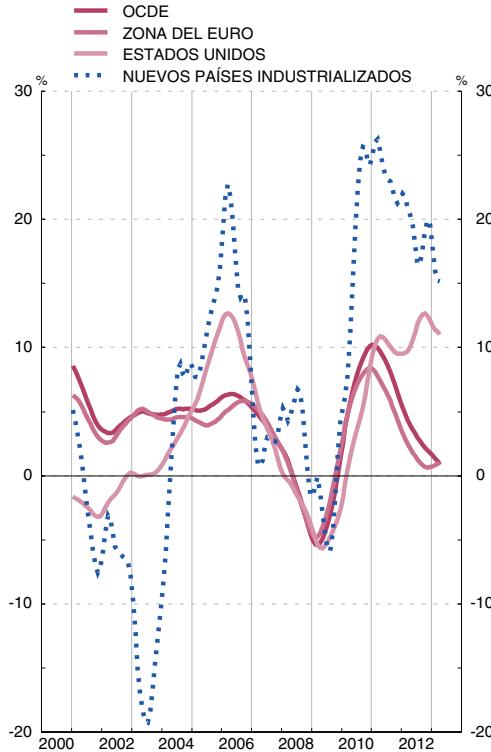
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, MHAP 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

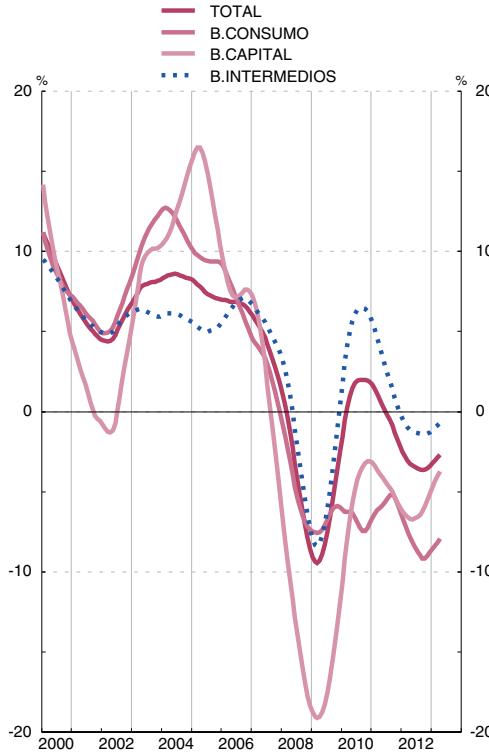
■ Serie representada gráficamente.

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:	Estados Unidos						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
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	263 141	9,6	1,1	-3,0	-4,6	3,2	1,8	3,6	5,9	6,7	6,6	12,6	20,1	21,0	-1,1	-2,8		
12	P 253 401	-2,8	-7,1	-11,1	-10,7	-5,5	1,3	-7,1	-7,3	-7,9	-5,8	-7,1	15,8	13,6	-5,2	-11,4		
12 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		
May	P -21 388	-1,6	-8,0	-9,8	-18,6	-6,5	1,6	-8,4	-5,9	-7,3	-1,6	15,8	-0,7	32,9	-6,8	-3,2		
Jun	P 21 569	-1,4	-5,8	-11,2	-5,6	-4,2	0,9	-5,6	-1,7	-0,4	-1,4	-6,4	39,2	19,7	-6,7	-14,7		
Jul	P 21 293	5,0	4,0	-0,8	-4,3	6,2	8,5	5,5	2,2	0,8	3,1	-5,2	7,5	17,1	6,6	-4,7		
Ago	P 19 732	-3,1	-8,4	-16,0	-17,9	-4,6	9,3	-9,2	-9,7	-10,6	-9,0	-29,0	32,1	16,7	-13,7	-24,3		
Sep	P 20 951	-7,4	-12,2	-18,8	-22,9	-8,8	-4,9	-10,1	-9,5	-9,9	-9,3	-9,6	7,7	-2,6	-12,3	0,2		
Oct	P 22 570	-2,0	-6,3	-26,0	1,4	2,3	11,1	-0,1	-13,3	-15,5	-9,7	-2,1	39,3	-9,9	-0,9	9,4		
Nov	P -21 157	-6,1	-4,9	-7,2	-12,4	-3,1	-2,6	-3,3	-9,0	-8,6	-7,7	-23,2	-0,3	-9,8	-7,2	-13,8		
Dic	P 19 083	-11,5	-13,6	-4,8	-2,1	-17,5	-14,1	-18,7	-13,4	-13,3	-13,7	2,7	-8,9	-44,2	-3,2	-25,7		
13 Ene	P 21 380	5,7	6,7	-4,9	0,4	10,9	18,2	8,6	-0,6	1,4	2,8	29,4	0,5	-3,7	-5,3	-4,2		
Feb	P 19 598	-9,8	-6,3	-10,6	0,7	-5,6	-13,0	-3,2	-9,7	-8,8	-10,1	-16,8	-6,3	-38,8	-7,9	-16,4		
Mar	P 19 654	-15,0	-10,6	-18,4	-7,0	-8,3	-9,3	-7,9	-11,8	-12,3	-12,1	-16,2	-10,4	-47,0	2,2	-16,9		
Abr	P 22 041	7,2	14,8	10,7	24,1	15,1	15,0	15,2	6,5	7,3	6,6	14,2	9,1	-14,3	-1,8	36,0		

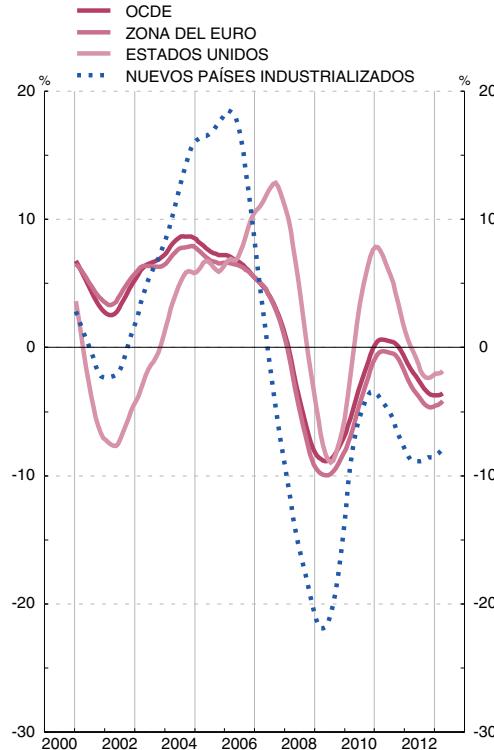
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

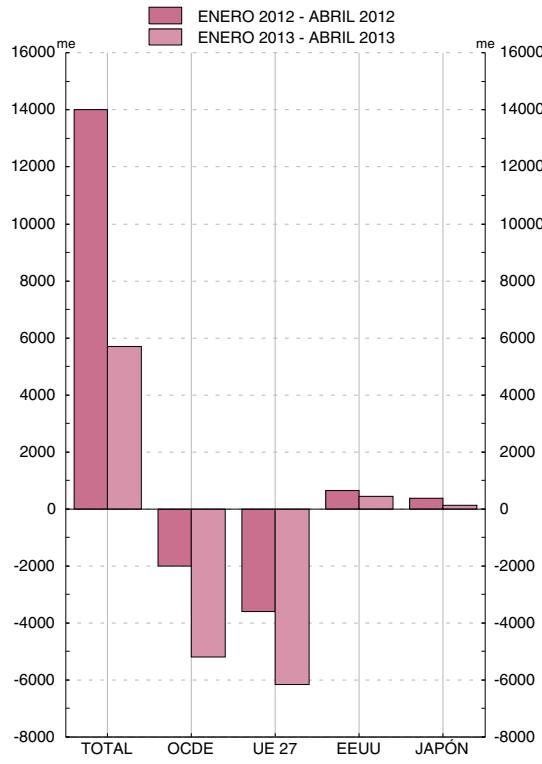
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.**  
**DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

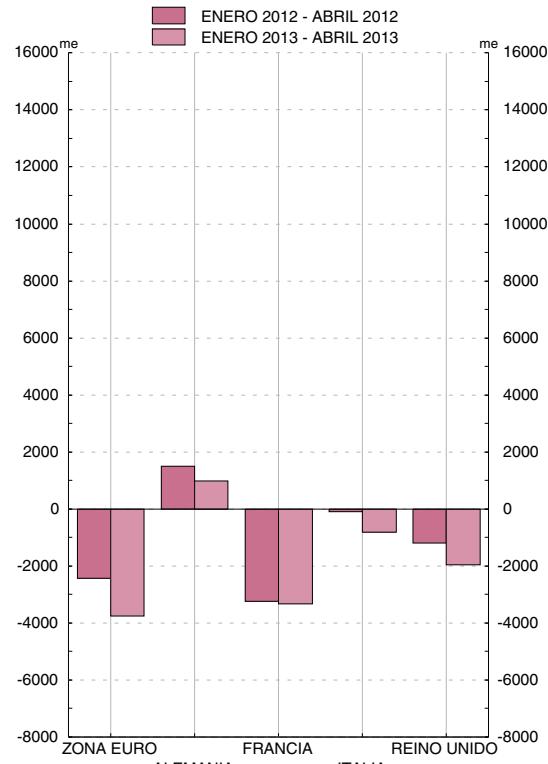
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 27)							OCDE			OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados				
		Total	Zona del Euro			Resto de la la UE 27			Del cual:										
			Del cual:			Del cual:			Total	EEUU	Japón								
			Total	Alemania	Francia	Italia													
1	2-3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15					
06		-92 249	-33 547	-32 156	-18 689	-1 625	-7 184	-1 391	294	-45 995	-1 062	-4 652	-17 031	-3 316	-12 647	-4 564			
07		-100 015	-40 176	-38 109	-23 752	-214	-8 375	-2 067	133	-54 211	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347			
08		-94 160	-26 262	-26 207	-19 612	3 019	-6 608	-55	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296			
09		-46 227	-9 068	-6 767	-9 980	6 787	-1 847	-2 301	187	-15 709	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532			
10		-53 276	-4 960	-2 211	-8 598	7 904	-477	-2 749	597	-11 261	-3 058	-2 054	-16 216	-4 267	-16 253	-1 252			
11		-47 910	3 405	1 029	-8 984	8 590	219	2 376	2 955	-1 751	-2 956	-1 389	-19 066	-5 312	-15 317	-1 116			
12	P	-30 757	12 571	7 723	-3 821	9 472	914	4 848	3 828	10 636	-754	-855	-21 068	-5 185	-13 866	111			
12	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		
	May	P	-1 926	1 289	907	-336	1 043	64	382	157	712	-190	-116	-1 028	-470	-1 129	-38		
	Jun	P	-2 700	655	186	-276	687	50	469	332	521	33	-37	-2 106	-325	-1 155	-8		
	Jul	P	-1 693	1 524	1 163	-240	888	82	361	337	1 458	17	-2	-1 705	-405	-1 243	-31		
	Ago	P	-3 145	558	358	-296	466	210	200	176	1 245	179	-37	-2 158	-397	-1 323	-3		
	Sep	P	-3 085	486	239	-492	695	80	247	253	512	-39	-62	-1 780	-374	-1 291	12		
	Oct	P	-1 492	1 223	603	-290	754	63	621	425	1 492	67	-21	-1 762	-164	-1 186	32		
	Nov	P	-1 407	1 967	1 286	-123	985	244	681	410	1 593	-82	-149	-1 560	-379	-1 057	28		
	Dic	P	-1 294	1 273	553	-277	712	31	720	547	1 103	-83	-51	-1 413	15	-983	144		
13	Ene	P	-3 499	1 368	639	-274	674	108	729	490	715	-252	-69	-1 685	-432	-1 268	-46		
	Feb	P	-1 184	1 480	938	-233	658	278	543	607	1 125	-139	-10	-1 401	55	-1 030	92		
	Mar	P	635	1 750	1 224	-187	873	234	526	378	1 932	98	-46	-1 192	-117	-894	-28		
	Abr	P	-1 642	1 565	961	-298	1 128	200	604	482	1 413	-151	-11	-1 808	16	-892	-75		

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: MHAP.

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.

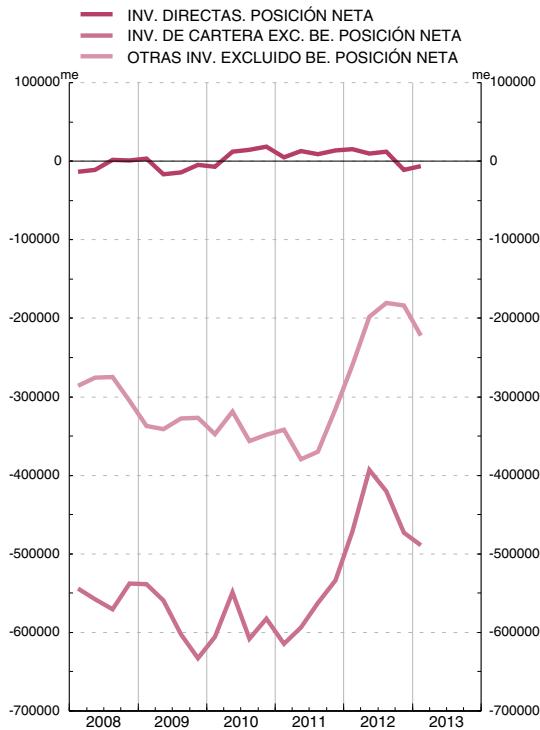
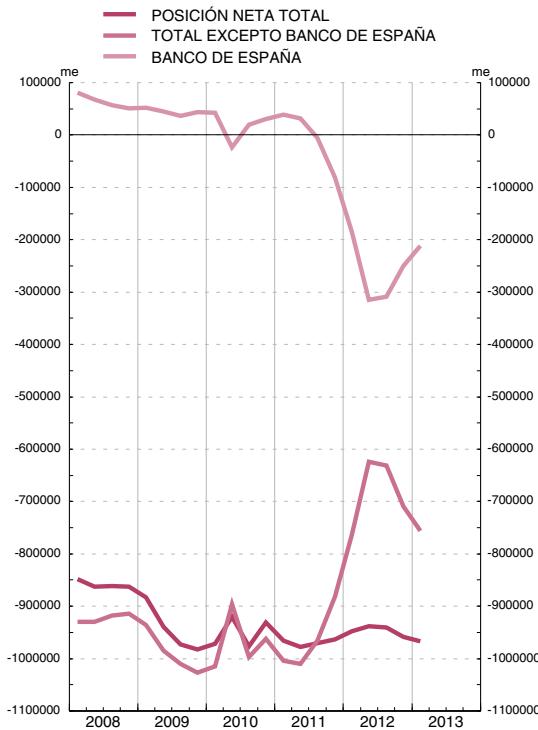
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España												Banco de España			
	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos) (a)	
		Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta en el exterior (activos)	De España en el exterior (pasivos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1=	2=	3=6+9+12	4=4-5	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=	14=16	14	15	16
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	-982,2	-1 026,3	-4,5	434,4	438,9	-693,7	374,3	1 068,1	-327,1	369,6	696,8	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9
10 I	-972,1	-1 014,4	-6,7	442,1	448,8	-665,8	380,0	1 045,8	-347,7	359,8	707,5	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0
II	-920,1	-896,8	11,8	461,8	450,1	-601,6	352,3	953,9	-318,8	368,7	687,5	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1
III	-977,1	-997,2	14,4	469,8	455,4	-659,4	333,7	993,1	-356,4	352,1	708,5	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9
IV	-931,5	-961,8	18,6	488,9	470,2	-634,5	311,7	946,2	-348,6	370,5	719,1	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5
11 I	-965,2	-1 004,7	4,9	484,4	479,5	-665,9	301,7	967,6	-342,2	377,0	719,1	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5
II	-977,4	-1 009,5	13,3	485,3	472,0	-642,6	293,3	935,9	-379,9	379,8	759,7	-0,3	32,2	23,5	-40,6	49,3
III	-971,0	-965,8	9,3	479,5	470,2	-613,0	274,8	887,8	-369,7	385,2	754,8	7,6	-5,2	27,6	-83,8	51,1
IV	-963,1	-882,2	13,7	495,8	482,1	-585,8	258,0	843,8	-316,0	395,1	711,0	5,9	-81,0	36,4	-170,2	52,8
12 I	-948,2	-763,4	15,0	494,9	479,9	-521,4	270,1	791,6	-259,9	412,4	672,3	2,9	-184,8	36,0	-271,2	50,5
II	-938,6	-623,7	9,9	494,0	484,1	-439,9	254,5	694,4	-198,3	440,9	639,2	4,6	-314,9	41,4	-403,6	47,3
III	-940,1	-630,8	12,4	483,2	470,8	-465,3	254,0	719,2	-180,8	417,7	598,5	2,8	-309,3	40,2	-395,4	45,9
IV	-959,0	-708,7	-11,5	470,4	481,9	-515,8	275,9	791,8	-183,5	421,4	604,8	2,1	-250,3	38,3	-332,6	43,9
13 I	-967,1	-756,0	-6,4	484,5	491,0	-529,3	281,0	810,4	-222,2	421,1	643,3	2,0	-211,1	39,7	-292,1	41,4

### 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.

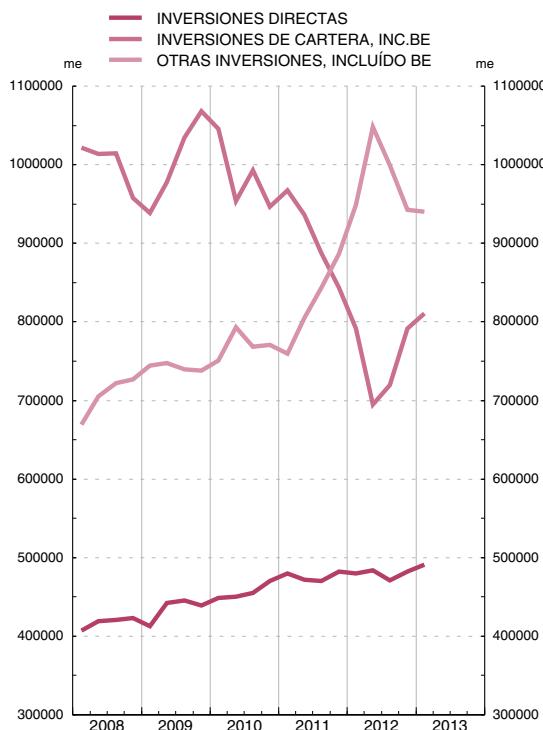
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluído Banco de España				Otras inversiones, incluído Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España (a)	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	236 769	22 133	250 641	75 322	104 156	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
07	368 306	27 086	307 278	90 696	132 954	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
08	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
09	404 194	30 207	327 215	111 662	78 591	356 340	222 619	845 431	375 092	738 182	77 449	78 498
10 /	410 875	31 226	329 493	119 320	89 281	350 497	198 532	847 236	365 256	751 132	93 867	88 286
II	428 418	33 426	330 793	119 297	87 320	317 817	169 352	784 544	374 110	793 388	118 304	106 522
III	432 284	37 505	334 434	120 998	88 730	296 430	194 022	799 121	357 527	767 997	121 434	117 049
IV	449 955	38 920	346 360	123 885	92 462	271 400	181 031	765 193	376 095	770 399	95 116	92 459
11 /	445 986	38 431	358 417	121 071	92 910	260 100	204 657	762 989	382 567	759 808	80 724	82 170
II	447 044	38 212	356 817	115 183	91 957	250 153	194 147	741 706	385 428	805 474	83 747	84 040
III	434 719	44 785	358 237	112 013	78 339	247 132	159 177	728 592	390 748	843 831	134 796	127 191
IV	446 051	49 772	365 249	116 896	77 815	232 593	163 769	680 052	400 792	886 392	140 225	134 415
12 /	446 483	48 389	364 297	115 564	83 849	236 158	159 328	632 227	418 162	948 814	133 237	130 209
II	440 977	53 037	371 420	112 677	82 309	218 868	146 156	548 286	446 594	1 047 898	153 277	148 677
III	432 320	50 841	361 713	109 075	86 593	212 630	166 127	553 107	423 442	998 936	157 193	154 374
IV	419 991	50 456	375 817	106 092	89 626	229 135	180 540	611 220	427 231	942 309	148 623	146 395
13 /	434 236	50 285	383 735	107 233	98 151	223 393	184 056	626 297	426 955	940 456	139 379	137 347

### 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.

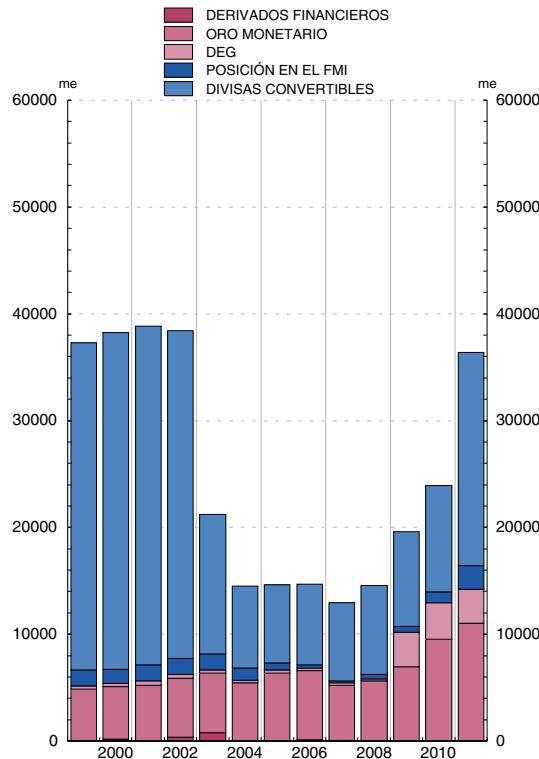
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

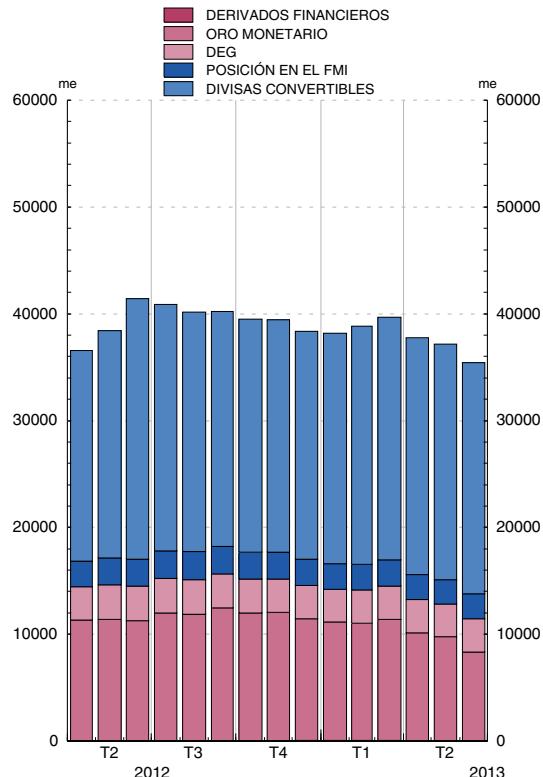
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro	
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros		
	1	2	3	4	5	6	7	
07	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1	
08	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1	
09	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1	
10	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1	
11	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1	
<b>12</b>	<b>37 017</b>	<b>19 620</b>	<b>2 233</b>	<b>3 139</b>	<b>12 025</b>	-	<b>9,1</b>	
Ene	36 582	19 242	2 305	3 087	11 949	-	9,1	
Feb	35 977	19 312	2 312	3 095	11 258	-	9,1	
Mar	36 540	19 708	2 402	3 130	11 300	-	9,1	
Abr	38 440	21 308	2 492	3 248	11 392	-	9,1	
May	41 430	24 409	2 508	3 226	11 287	-	9,1	
Jun	40 879	23 071	2 560	3 287	11 961	-	9,1	
Jul	40 184	22 459	2 619	3 232	11 875	-	9,1	
Ago	40 193	21 948	2 583	3 195	12 471	-3	9,1	
Sep	39 492	21 820	2 491	3 175	12 002	4	9,1	
Oct	39 463	21 791	2 479	3 166	12 011	16	9,1	
Nov	38 347	21 349	2 412	3 132	11 418	35	9,1	
<b>13</b>	<b>38 177</b>	<b>21 548</b>	<b>2 411</b>	<b>3 057</b>	<b>11 109</b>	<b>51</b>	<b>9,1</b>	
Ene	38 839	22 305	2 402	3 102	10 988	42	9,1	
Feb	39 664	22 698	2 451	3 145	11 330	39	9,1	
Mar	37 765	22 183	2 344	3 104	10 109	25	9,1	
Abr	37 169	22 037	2 283	3 087	9 737	25	9,1	
May	35 434	21 661	2 349	3 092	8 329	3	9,1	

### ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE AÑO



### ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

## 7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldo a fin de periodo

Millones de euros

Total deuda externa	Total	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias					
		Corto plazo			Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo		
		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-	782 873	14 903	384 509	260 304	123 157	
10 /	1 778 929	315 896	51 896	114	237 246	26 640	-	789 869	16 641	399 817	256 338	117 073	
II	1 759 449	291 348	39 698	192	223 146	28 312	-	741 796	12 157	378 888	239 162	111 589	
III	1 745 184	302 216	39 437	932	232 817	29 031	-	758 152	10 926	396 110	242 943	108 173	
IV	1 715 268	289 183	36 629	976	220 357	31 221	-	759 486	9 910	413 379	237 915	98 283	
11 /	1 701 016	291 992	37 875	485	221 797	31 835	-	760 849	10 640	395 695	235 895	118 619	
II	1 724 976	285 977	37 245	7	215 529	33 196	-	792 835	7 554	425 267	231 979	128 035	
III	1 751 194	293 313	36 605	507	222 439	33 761	-	768 666	6 211	402 061	223 975	136 418	
IV	1 743 892	274 826	28 545	428	211 116	34 738	-	709 704	3 494	362 532	212 924	130 755	
12 /	1 758 351	256 110	23 612	4	191 658	40 835	-	641 440	3 341	311 819	191 020	135 259	
II	1 770 846	238 153	16 369	70	175 453	46 261	-	575 178	2 699	273 422	163 554	135 504	
III	1 726 749	254 636	20 397	325	187 552	46 362	-	525 154	1 899	237 643	154 841	130 771	
IV	1 727 077	330 140	27 732	53	211 325	91 030	-	501 837	1 800	212 849	159 173	128 016	
13 /	1 741 436	342 820	30 709	24	218 645	93 442	-	539 302	1 499	248 838	162 498	126 468	

## 7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldo a fin de periodo

Millones de euros

Total (a)	Corto plazo	Total	Otros sectores residentes							Inversión directa			
			Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:		
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiliadas	
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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	448 931	14 758	13 800	3 179	270 358	145 075	399	1 363	180 561	70 158	110 403
II	105 881	105 881	438 907	12 714	16 424	4 462	257 666	145 855	406	1 379	181 518	67 662	113 856
III	59 477	59 477	447 273	14 032	16 561	4 762	258 966	151 114	395	1 442	178 066	67 794	110 272
IV	51 323	51 323	435 599	11 929	16 671	4 284	248 454	152 281	396	1 584	179 677	67 741	111 936
11 /	40 665	40 665	429 290	11 724	15 303	3 818	245 057	151 195	390	1 803	178 218	67 870	110 348
II	45 732	45 732	422 636	11 840	15 439	4 192	237 559	151 844	389	1 374	177 796	68 533	109 263
III	89 019	89 019	421 426	7 466	16 691	6 433	231 895	157 283	394	1 263	178 771	68 009	110 762
IV	175 360	175 360	406 554	5 100	17 105	6 544	218 874	157 226	398	1 307	177 447	69 802	107 645
12 /	276 496	276 496	406 994	8 330	16 917	6 699	214 264	159 025	395	1 364	177 310	69 640	107 670
II	408 695	408 695	374 158	5 481	15 210	6 826	184 729	160 031	462	1 418	174 662	69 255	105 407
III	400 455	400 455	371 797	4 154	14 352	7 388	184 264	159 760	459	1 420	174 706	68 760	105 946
IV	337 486	337 486	384 066	6 064	13 848	7 798	205 126	149 430	457	1 342	173 548	68 072	105 476
13 /	297 184	297 184	387 446	6 707	16 172	7 719	206 239	148 808	459	1 342	174 684	68 247	106 437

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

### 8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos							
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)			
1=2+3+4 +5+6+7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13		
<b>12 Ene</b>	356 284	126 500	698 255	-	-	3 707	472 178	211 324	875 501	94 231	695 754	62 654	144 961	
<i>Feb</i>	322 045	128 613	663 720	6 376	-	1 683	478 347	215 315	868 647	106 706	700 664	59 374	106 730	
<i>Mar</i>	361 695	40 792	1 096 956	-	-	3 718	779 771	249 711	868 490	142 720	672 633	88 867	111 984	
<i>Abr</i>	382 712	55 069	1 090 965	-	-	1 066	764 388	272 458	873 353	148 188	660 168	88 915	110 253	
<i>May</i>	347 195	40 063	1 076 812	0	-	1 644	771 324	229 927	876 907	116 280	656 995	106 265	117 268	
<i>Jun</i>	437 789	132 691	1 069 309	0	-	2 003	766 215	328 135	888 832	131 374	659 454	32 617	109 653	
<i>Jul</i>	743 701	156 106	1 080 565	-	-	817	493 787	372 135	896 182	134 906	678 366	-19 413	371 566	
<i>Ago</i>	885 372	131 936	1 076 236	-	-	833	323 633	347 038	898 561	115 828	678 405	-11 054	538 334	
<i>Sep</i>	876 292	124 884	1 069 567	-	-	1 013	319 173	332 823	893 288	95 737	670 651	-14 449	543 469	
<i>Oct</i>	885 514	92 494	1 057 904	-	-	1 324	266 209	352 304	890 571	101 249	708 573	-69 057	533 210	
<i>Nov</i>	884 798	77 694	1 046 596	-	-	1 358	240 850	362 981	888 224	108 633	708 113	-74 237	521 816	
<i>Dic</i>	884 094	74 151	1 038 706	-	-	4 538	233 301	389 750	901 830	110 978	704 635	-81 578	494 344	
<b>13 Ene</b>	907 427	105 363	1 021 211	-	-	457	219 604	420 632	891 268	99 407	657 382	-87 339	486 795	
<i>Feb</i>	850 148	129 306	876 189	-	-	658	156 006	419 735	880 527	73 410	655 016	-120 814	430 413	
<i>Mar</i>	787 506	125 975	795 073	-	-	735	134 277	428 999	884 384	86 192	656 692	-115 115	358 507	
<i>Abr</i>	758 155	118 249	759 811	-	-	666	120 571	427 061	894 830	87 133	657 190	-102 288	331 094	
<i>May</i>	745 149	105 552	733 956	-	-	685	95 043	440 588	903 179	83 893	656 983	-110 498	304 561	
<i>Jun</i>	730 513	106 263	713 146	-	-	1 522	90 419	439 758	906 097	85 420	655 213	-103 455	290 755	

### 8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					
	Oper. principales de financiación (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)	
14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28
<b>12 Ene</b>	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
<i>Feb</i>	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
<i>Mar</i>	227 600	1 037	315 306	-	-	88 742	252 097	-5 724	-30 159	66 912	24 829	35 054	86 847	11 386
<i>Abr</i>	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
<i>May</i>	287 813	9 204	315 438	-	-	36 829	318 594	-5 724	-36 857	67 030	11 226	32 912	82 200	11 800
<i>Jun</i>	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
<i>Jul</i>	375 549	69 338	332 847	-	-	26 636	414 619	-5 724	-45 373	71 589	5 319	42 439	79 842	12 027
<i>Ago</i>	388 736	74 115	337 539	-	-	22 918	428 617	-5 724	-46 154	71 144	6 424	43 110	80 611	11 997
<i>Sep</i>	378 176	70 818	329 109	-	-	21 751	419 847	-5 724	-47 776	69 114	4 036	41 785	79 142	11 829
<i>Oct</i>	341 601	47 426	319 508	-	-	0 25 333	383 605	-5 724	-48 108	67 482	4 408	40 945	79 053	11 827
<i>Nov</i>	340 835	44 292	320 567	-	-	- 24 024	376 268	-5 724	-43 004	65 376	10 766	41 360	77 785	13 295
<i>Dic</i>	313 109	41 144	316 148	-	-	1 44 183	352 406	-5 744	-48 442	64 574	6 970	40 285	79 701	14 890
<b>13 Ene</b>	298 664	34 839	311 210	-	-	47 385	333 226	-5 862	-43 911	62 903	9 224	37 617	78 421	15 211
<i>Feb</i>	271 840	24 077	266 847	-	-	19 084	308 008	-5 862	-44 310	60 934	8 630	38 170	75 704	14 005
<i>Mar</i>	259 998	24 304	246 637	-	-	10 944	298 304	-5 862	-45 498	60 974	10 768	39 538	77 702	13 053
<i>Abr</i>	257 215	26 747	238 330	-	-	7 862	296 901	-5 862	-47 154	61 643	8 020	40 419	76 399	13 329
<i>May</i>	254 979	25 360	233 958	-	-	4 339	289 650	-5 862	-41 970	61 192	8 635	39 467	72 331	13 161
<i>Jun</i>	250 052	24 169	228 973	-	-	3 090	283 650	-5 862	-39 884	60 880	8 441	37 978	71 227	12 148

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 sucursa- les en exte- rior			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	
10	518 326	-0,2	-0,3	-0,1	561 241	6,4	6,4	12,0	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	0,9	-1,7	
11	509 416	-1,7	-2,5	-1,5	577 025	2,8	-2,3	70,9	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	0,1	-1,1	
12	505 740	-0,7	-3,5	-0,1	574 499	-0,4	-0,2	-2,6	9,6	111 566	-3,1	-6,9	-0,3	-0,8	0,3	
12 Feb	491 377	-2,9	-3,1	-2,9	578 999	2,3	-3,5	82,0	-33,9	118 876	-5,4	-3,2	-7,1	-0,3	0,6	
Mar	497 088	-3,3	-2,5	-3,5	578 258	2,0	-3,8	81,8	-39,0	117 185	-6,5	-3,3	-8,7	-0,6	-0,4	
Abr	488 077	-4,7	-2,9	-5,1	574 626	1,6	-4,7	85,3	-37,6	115 336	-7,5	-3,0	-10,7	-1,4	-0,6	
May	500 093	-1,8	0,1	-2,3	568 961	-0,2	-6,9	84,9	-36,2	112 559	-8,8	-2,7	-13,1	-1,1	-1,3	
Jun	521 924	-0,2	2,5	-0,9	566 720	-1,2	-8,4	87,2	-32,5	111 754	-8,2	-4,6	-10,8	-0,9	-1,9	
Jul	504 226	-2,1	2,6	-3,2	557 106	-2,2	-9,2	82,6	-13,9	110 749	-8,7	-5,1	-11,3	-2,3	-3,4	
Ago	504 178	-0,4	3,3	-1,2	554 080	-3,0	-9,6	74,0	-9,9	111 811	-6,7	-5,3	-7,7	-1,9	-4,6	
Sep	502 873	0,1	2,0	-0,3	554 528	-2,7	-8,8	69,0	-11,8	111 594	-5,4	-5,5	-5,3	-1,6	-3,0	
Oct	491 670	-0,7	0,7	-1,0	558 903	-2,2	-6,3	39,2	-10,9	111 724	-5,4	-6,4	-4,6	-1,7	-1,7	
Nov	497 291	-0,5	-2,3	-0,0	565 187	-0,8	-2,8	16,1	-1,0	111 721	-3,1	-6,7	-0,5	-0,9	-0,5	
Dic	505 740	-0,7	-3,5	-0,1	574 499	-0,4	-0,2	-2,6	9,6	111 566	-3,1	-6,9	-0,3	-0,8	0,3	
13 Ene	P 493 858	0,2	-3,9	1,1	580 320	0,9	1,5	-3,9	9,6	113 633	-3,6	-7,5	-0,7	0,2	0,4	
Feb	P 497 922	1,3	-4,4	2,7	578 933	-0,0	1,5	-11,2	19,5	119 888	0,9	-3,1	3,8	0,4	-0,5	
Mar	P 510 454	2,7	-3,3	4,1	574 483	-0,7	1,9	-18,5	11,3	120 108	2,5	-0,2	4,5	0,8	-0,3	
Abr	P 505 324	3,5	-3,1	5,1	570 207	-0,8	2,6	-23,9	29,1	120 309	4,3	0,2	7,5	1,2	-0,8	
May	P 511 682	2,3	-5,7	4,2	568 791	-0,0	4,8	-30,7	22,5	121 734	8,2	2,8	12,4	1,1	...	

**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.

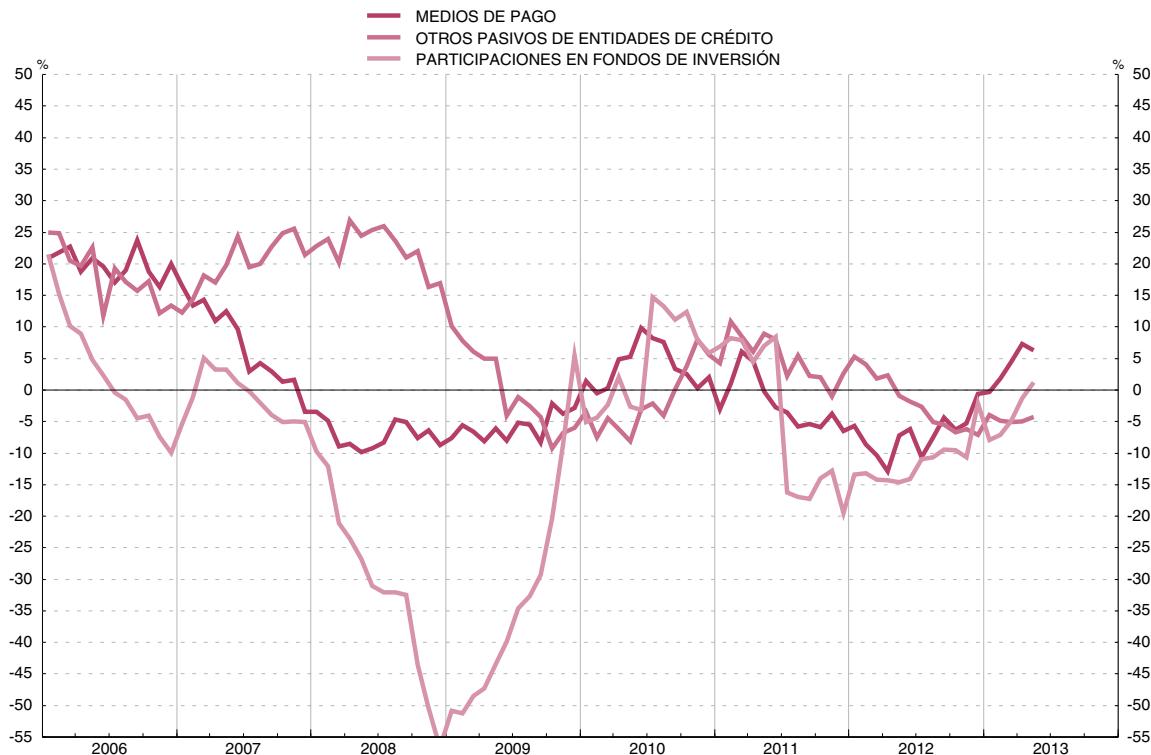
**8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión			
	Saldo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
10	119 757	2,0	119 828	5,6	6,1	3,6	12 153	5,9	-9,4	22,1	
11	111 995	-6,5	122 926	2,6	-10,9	58,3	9 780	-19,5	-22,4	-17,2	
12	111 314	-0,6	114 178	-7,1	-7,1	-7,1	9 569	-2,2	-2,8	-1,6	
<b>12 Feb</b>	106 807	-8,6	121 165	4,0	-11,0	71,9	10 680	-13,2	-8,2	-16,8	
<i>Mar</i>	108 687	-10,4	119 997	1,9	-13,3	68,7	10 527	-14,2	-8,4	-18,3	
<i>Abr</i>	103 076	-12,9	117 985	2,3	-14,0	73,6	10 365	-14,4	-8,2	-18,8	
<i>May</i>	109 671	-7,2	116 603	-0,9	-17,8	72,1	10 227	-14,7	-6,6	-20,4	
<i>Jun</i>	114 245	-6,2	117 226	-1,8	-19,6	73,8	10 146	-14,1	-8,5	-18,3	
<i>Jul</i>	103 432	-10,7	112 047	-2,6	-20,1	68,9	10 050	-10,9	-4,2	-15,7	
<i>Ago</i>	105 849	-7,5	111 510	-5,1	-20,6	55,7	9 952	-10,7	-6,7	-13,6	
<i>Sep</i>	106 990	-4,4	111 046	-5,5	-19,9	48,8	9 934	-9,4	-6,9	-11,3	
<i>Oct</i>	101 690	-6,3	109 498	-6,7	-17,4	27,0	9 931	-9,6	-8,1	-10,7	
<i>Nov</i>	105 379	-5,3	110 960	-6,2	-11,6	8,0	9 584	-10,7	-11,9	-9,7	
<i>Dic</i>	111 314	-0,6	114 178	-7,1	-7,1	-7,1	9 569	-2,2	-2,8	-1,6	
<b>13 Ene</b>	P	105 922	-0,3	115 538	-3,9	-3,8	9 745	-8,0	-12,5	-4,4	
<i>Feb</i>	P	108 769	1,8	115 292	-4,8	-3,3	9 916	-7,2	-12,3	-3,1	
<i>Mar</i>	P	113 519	4,4	113 938	-5,0	-0,5	10 017	-4,8	-9,0	-1,5	
<i>Abr</i>	P	110 566	7,3	112 120	-5,0	1,0	10 232	-1,3	-7,1	3,5	
<i>May</i>	P	116 565	6,3	111 679	-4,2	5,4	10 355	1,3	-6,0	7,3	

**SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

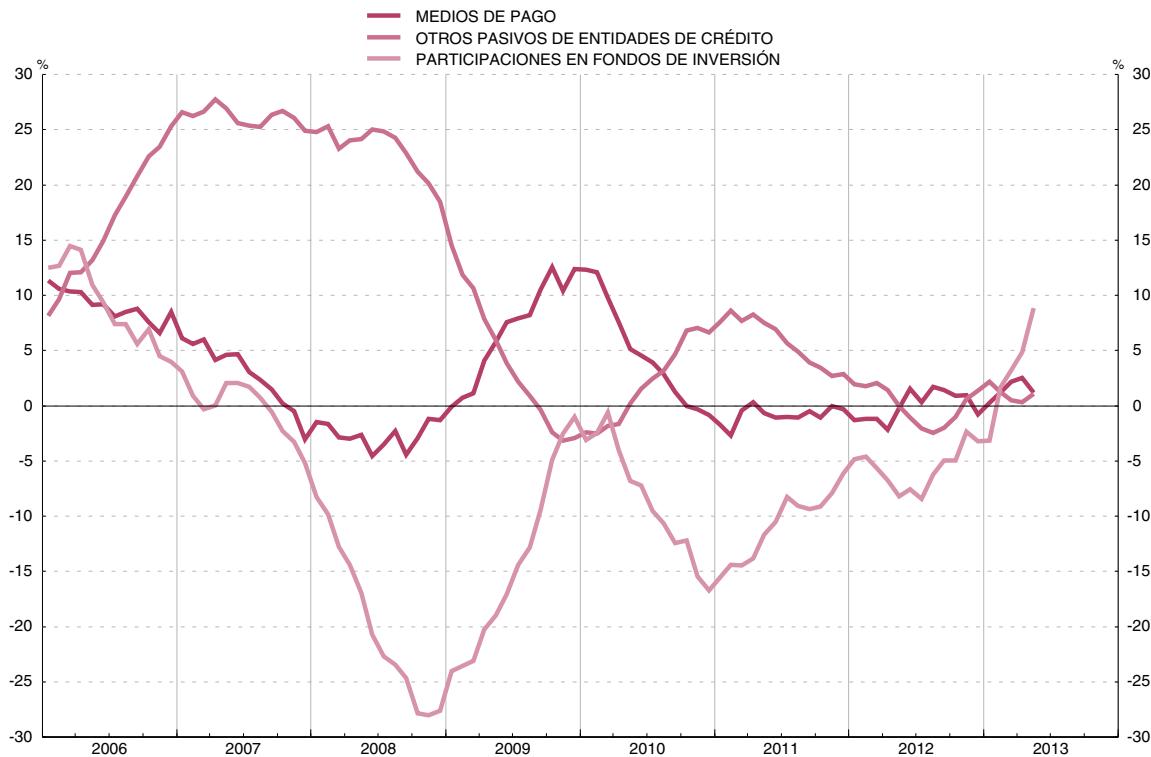
**8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		
			Efectivo	Depósitos a la vista (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
10	398 568	-0,8	-1,8	-0,5	441 413	6,7	6,5	10,3	112 204	-16,7	-31,1	-0,2	
11	397 421	-0,3	-1,6	0,1	454 099	2,9	-0,3	61,3	105 377	-6,1	-8,9	-3,8	
12	394 426	-0,8	-3,2	-0,0	460 321	1,4	1,2	3,2	101 997	-3,2	-7,2	-0,2	
<b>12 Feb</b>	384 571	-1,2	-2,3	-0,9	457 833	1,8	-1,8	66,8	108 195	-4,6	-2,6	-6,0	
<i>Mar</i>	388 400	-1,2	-1,8	-1,0	458 261	2,1	-1,6	66,0	106 658	-5,6	-2,8	-7,7	
<i>Abr</i>	385 001	-2,2	-2,2	-2,2	456 641	1,4	-2,6	70,4	104 971	-6,7	-2,4	-9,8	
<i>May</i>	390 422	-0,2	0,6	-0,5	452 358	-0,0	-4,4	72,4	102 333	-8,2	-2,3	-12,4	
<i>Jun</i>	407 679	1,6	2,9	1,2	449 494	-1,1	-5,9	76,9	101 609	-7,5	-4,2	-10,0	
<i>Jul</i>	400 794	0,4	3,0	-0,4	445 059	-2,1	-6,9	78,7	100 699	-8,5	-5,2	-10,8	
<i>Ago</i>	398 328	1,7	3,6	1,2	442 570	-2,5	-7,2	77,5	101 859	-6,2	-5,1	-7,1	
<i>Sep</i>	395 882	1,4	2,2	1,2	443 481	-2,0	-6,4	74,6	101 660	-5,0	-5,3	-4,7	
<i>Oct</i>	389 980	0,9	1,0	0,8	449 405	-1,0	-4,0	43,6	101 793	-5,0	-6,2	-4,0	
<i>Nov</i>	391 911	0,9	-2,0	1,8	454 227	0,6	-1,1	21,9	102 137	-2,4	-6,1	0,5	
<i>Dic</i>	394 426	-0,8	-3,2	-0,0	460 321	1,4	1,2	3,2	101 997	-3,2	-7,2	-0,2	
<b>13 Ene</b>	P	387 935	0,3	-3,7	1,4	464 782	2,2	2,6	-2,4	103 887	-3,1	-7,0	-0,3
<i>Feb</i>	P	389 153	1,2	-4,1	2,7	463 641	1,3	2,4	-11,1	109 972	1,6	-2,1	4,4
<i>Mar</i>	P	396 935	2,2	-3,0	3,7	460 546	0,5	2,4	-18,8	110 091	3,2	0,7	5,1
<i>Abr</i>	P	394 758	2,5	-2,8	4,1	458 087	0,3	3,0	-25,2	110 076	4,9	0,9	7,9
<i>May</i>	P	395 117	1,2	-5,4	3,2	457 112	1,1	4,7	-32,5	111 379	8,8	3,7	12,9

**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.

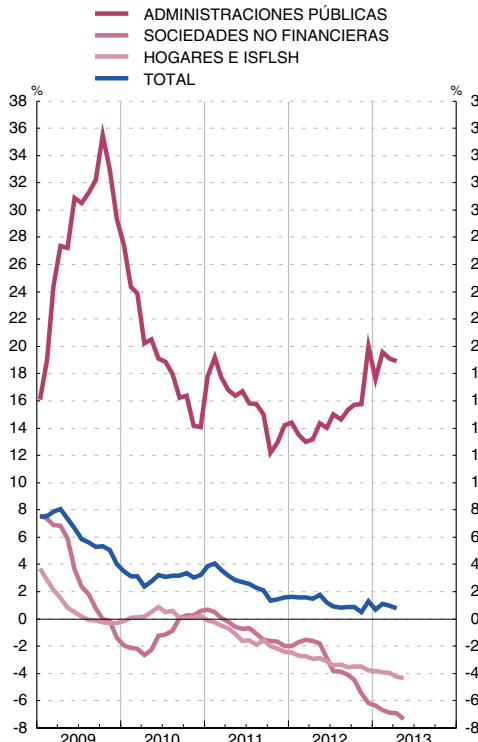
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

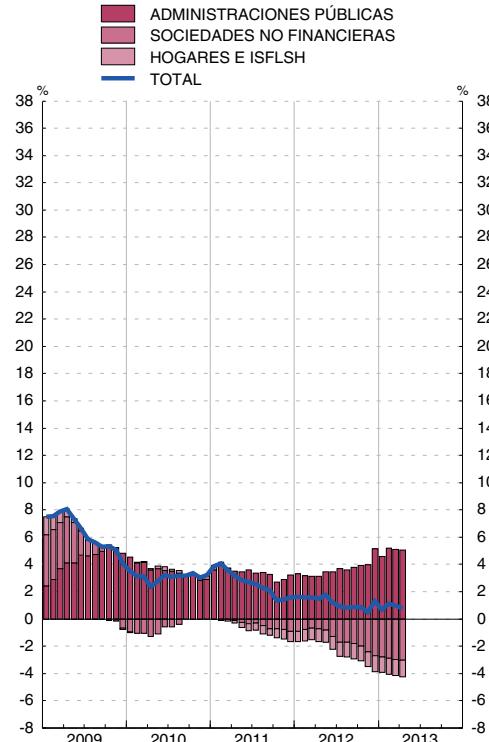
Millones de euros y porcentajes

	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				Por sectores		Por instrumentos			Por sectores		Por instrumentos			
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de cto fondos titul. y SGA(c)	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	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				
10	2 844 462	89 200	3,2	14,1	0,4	0,6	0,2	-0,4	10,6	3,4	2,9	0,3	0,3	0,1	-0,3	0,2	0,4				
11	2 862 435	44 606	1,6	14,2	-2,1	-2,0	-2,4	-3,3	7,1	2,4	3,2	-1,7	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3				
12	2 862 270	37 304	1,3	20,0	-5,2	-6,1	-3,8	-5,8	12,2	-5,4	5,1	-3,8	-2,7	-1,1	-3,5	0,3	-0,7				
12 Feb	2 878 353	9 499	1,6	13,5	-2,1	-1,7	-2,7	-3,3	8,2	2,2	3,2	-1,6	-0,8	-0,8	-2,1	0,2	0,3				
Mar	2 885 884	6 214	1,6	13,0	-2,0	-1,5	-2,7	-3,4	10,6	2,8	3,1	-1,5	-0,7	-0,8	-2,1	0,2	0,3				
Abr	2 872 532	-10 436	1,5	13,2	-2,2	-1,6	-2,9	-3,5	7,8	2,6	3,1	-1,6	-0,7	-0,9	-2,1	0,2	0,3				
May	2 883 874	8 936	1,7	14,3	-2,2	-1,8	-2,9	-3,6	6,6	2,8	3,5	-1,7	-0,8	-0,9	-2,2	0,1	0,3				
Jun	2 892 716	8 463	1,2	14,0	-3,0	-2,9	-3,1	-4,1	8,7	0,7	3,5	-2,2	-1,3	-1,0	-2,5	0,2	0,1				
Jul	2 871 732	-20 269	0,9	15,0	-3,6	-3,8	-3,4	-4,6	8,3	-1,1	3,7	-2,8	-1,7	-1,1	-2,8	0,2	-0,1				
Ago	2 853 635	-17 595	0,8	14,6	-3,7	-3,9	-3,4	-4,6	8,1	-1,0	3,6	-2,8	-1,7	-1,0	-2,8	0,2	-0,1				
Sep	2 867 555	16 631	0,9	15,3	-3,9	-4,1	-3,6	-4,7	9,0	-2,0	3,8	-2,9	-1,8	-1,1	-2,9	0,2	-0,2				
Oct	2 860 557	-5 932	0,9	15,7	-4,1	-4,5	-3,5	-5,1	12,6	-1,9	3,9	-3,1	-2,0	-1,1	-3,1	0,3	-0,2				
Nov	2 866 382	6 533	0,5	15,8	-4,6	-5,5	-3,5	-5,5	13,1	-3,8	4,0	-3,5	-2,4	-1,1	-3,3	0,3	-0,5				
Dic	2 862 270	29 030	1,3	20,0	-5,2	-6,1	-3,8	-5,8	12,2	-5,4	5,1	-3,8	-2,7	-1,1	-3,5	0,3	-0,7				
13 Ene	P 2 849 509	-11 656	0,7	17,6	-5,3	-6,3	-3,8	-6,0	13,5	-5,3	4,6	-3,9	-2,8	-1,2	-3,6	0,3	-0,7				
Feb	P 2 862 215	22 299	1,1	19,6	-5,5	-6,7	-3,9	-6,0	7,3	-5,7	5,2	-4,1	-2,9	-1,2	-3,5	0,2	-0,7				
Mar	P 2 860 603	2 217	1,0	19,1	-5,7	-6,8	-3,9	-6,2	6,0	-5,2	5,1	-4,1	-3,0	-1,2	-3,6	0,1	-0,7				
Abr	P 2 836 187	-15 721	0,8	18,9	-5,8	-6,9	-4,2	-6,6	10,0	-5,0	5,1	-4,3	-3,0	-1,3	-3,9	0,2	-0,6				
May	P ...	...	...	...	-6,1	-7,3	-4,3	-7,0	9,8	-5,1	...	...	...	...	...	...	...				

### 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.

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

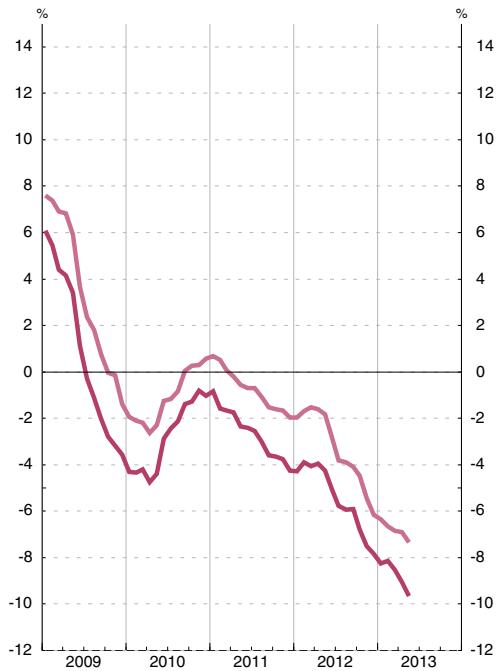
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y prtmos. transf. a SGA (c)			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera de balance y préstamos transfer. a SGA (c)	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	del cual	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	
								Emissions de filial. financ. resid.						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
10	1 301 625	7 475	0,6	895 918	-1,0	-0,7	60 408	46 895	10,6	0,4	345 298	3,3	0,8	1 581
11	1 255 006	-25 690	-2,0	840 887	-4,2	-2,9	64 708	50 767	7,1	0,3	349 411	2,3	0,6	1 332
12	1 144 548	-77 173	-6,1	736 625	-7,8	-5,2	72 574	55 988	12,2	0,6	335 349	-5,5	-1,5	28 680
<b>12 Feb</b>	<b>1 253 577</b>	<b>1 196</b>	<b>-1,7</b>	<b>831 018</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>67 425</b>	<b>53 076</b>	<b>8,2</b>	<b>0,4</b>	<b>355 134</b>	<b>2,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1 172</b>
<i>Mar</i>	1 252 230	-1 997	-1,5	828 598	-4,1	-2,8	68 745	54 100	10,6	0,5	354 886	2,8	0,7	1 143
<i>Abr</i>	1 248 412	-2 052	-1,6	825 581	-3,9	-2,7	67 526	52 946	7,8	0,4	355 304	2,6	0,7	1 172
<i>May</i>	1 244 549	-6 554	-1,8	819 091	-4,3	-2,9	68 151	53 759	6,6	0,3	357 307	2,8	0,8	1 147
<i>Jun</i>	1 232 364	-13 281	-2,9	812 314	-5,1	-3,5	68 406	53 386	8,7	0,4	351 644	0,6	0,2	1 164
<i>Jul</i>	1 220 097	-12 063	-3,8	804 701	-5,8	-3,9	68 490	53 634	8,3	0,4	346 906	-1,1	-0,3	1 120
<i>Ago</i>	1 208 888	-10 474	-3,9	792 990	-5,9	-4,0	68 160	53 326	8,1	0,4	347 738	-1,0	-0,3	1 099
<i>Sep</i>	1 209 627	2 464	-4,1	792 423	-5,9	-4,0	69 585	54 821	9,0	0,5	347 619	-2,0	-0,6	1 115
<i>Oct</i>	1 204 698	-4 191	-4,5	783 848	-6,8	-4,6	71 999	56 396	12,6	0,6	348 851	-1,9	-0,5	1 064
<i>Nov</i>	1 192 378	-11 000	-5,5	776 667	-7,5	-5,0	72 728	55 856	13,1	0,7	342 983	-3,9	-1,1	1 256
<i>Dic</i>	1 144 548	-15 513	-6,1	736 625	-7,8	-5,2	72 574	55 988	12,2	0,6	335 349	-5,5	-1,5	28 680
<b>13 Ene</b>	<b>P 1 137 826</b>	<b>-6 027</b>	<b>-6,3</b>	<b>727 251</b>	<b>-8,3</b>	<b>-5,5</b>	<b>73 817</b>	<b>56 848</b>	<b>13,5</b>	<b>0,7</b>	<b>336 759</b>	<b>-5,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>28 651</b>
<i>Feb</i>	P 1 125 788	-2 860	-6,7	715 050	-8,2	-5,4	72 362	55 173	7,3	0,4	338 376	-5,8	-1,7	40 969
<i>Mar</i>	P 1 118 273	-4 224	-6,8	709 383	-8,5	-5,6	72 852	55 664	6,0	0,3	336 038	-5,4	-1,5	39 812
<i>Abr</i>	P 1 107 495	-2 543	-6,9	702 648	-9,1	-6,0	74 247	56 047	10,0	0,5	330 600	-5,1	-1,5	39 701
<i>May</i>	P 1 095 543	-11 503	-7,3	691 481	-9,7	-6,4	74 859	56 268	9,8	0,5	329 204	-5,3	-1,5	39 644

### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Tasas de variación interanual

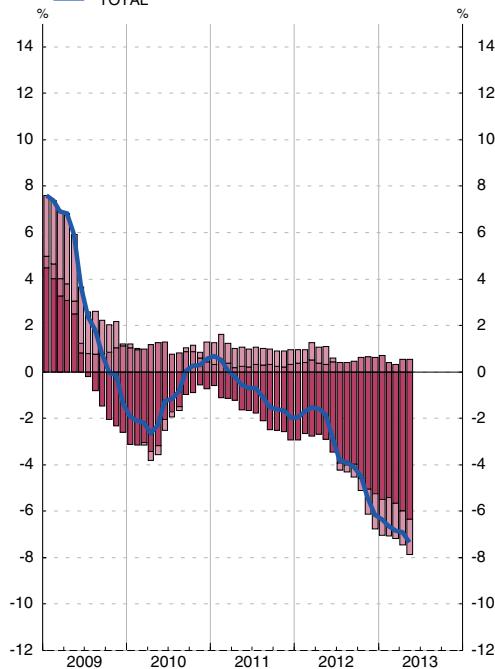
■ PRÉSTAMOS, FONDOS DE TITULIZACIÓN Y SGA  
■ TOTAL



### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Contribuciones a la tasa de variación interanual

■ PRÉSTAMOS, FONDOS DE TITULIZACIÓN Y SGA  
■ VALORES DISTINTOS DE ACCIONES  
■ PRÉSTAMOS DEL EXTERIOR  
■ TOTAL



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.

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

## 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 cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Vivienda (b)			Préstamos de entid. de cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Otros (b)			Préstamos del exterior de crédito residentes			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance y préstamos.transferidos a SGA (b)	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
10	898 146	2 116	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	2 902	5,8	0,0	17 161	1 637
11	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
12	833 874	-32 904	-3,8	641 948	-3,6	-2,7	188 930	-4,7	-1,1	2 996	10,2	0,0	8 813	801
12 Feb	861 035	-4 418	-2,7	660 918	-2,0	-1,5	197 389	-5,1	-1,2	2 728	5,3	0,0	10 194	450
Mar	858 727	-2 975	-2,7	659 805	-2,0	-1,5	196 186	-5,3	-1,3	2 737	4,7	0,0	10 089	428
Abr	855 481	-2 097	-2,9	660 121	-2,2	-1,7	192 603	-5,5	-1,3	2 757	5,3	0,0	10 040	347
May	853 837	-1 358	-2,9	657 256	-2,4	-1,8	193 809	-4,7	-1,1	2 772	5,2	0,0	9 897	271
Jun	855 738	2 617	-3,1	653 954	-2,9	-2,2	199 001	-4,0	-0,9	2 783	5,2	0,0	9 753	378
Jul	847 705	-7 522	-3,4	652 132	-3,1	-2,3	192 770	-4,6	-1,1	2 803	4,9	0,0	8 273	295
Ago	843 995	-3 943	-3,4	649 660	-3,1	-2,4	191 517	-4,4	-1,0	2 818	5,2	0,0	8 180	263
Sep	840 759	-2 251	-3,6	648 026	-3,3	-2,5	189 911	-4,6	-1,1	2 822	5,1	0,0	8 505	252
Oct	838 073	-2 357	-3,5	645 422	-3,4	-2,6	189 753	-4,0	-0,9	2 898	7,6	0,0	8 428	215
Nov	842 540	3 855	-3,5	643 606	-3,5	-2,6	195 991	-3,7	-0,9	2 944	9,0	0,0	8 511	997
Dic	833 874	-7 841	-3,8	641 948	-3,6	-2,7	188 930	-4,7	-1,1	2 996	10,2	0,0	8 813	801
13 Ene	P 828 567	-4 897	-3,8	638 400	-3,6	-2,8	187 158	-4,7	-1,1	3 009	11,5	0,0	8 525	917
Feb	P 823 287	-4 865	-3,9	635 262	-3,7	-2,8	184 999	-4,8	-1,1	3 026	11,5	0,0	8 295	947
Mar	P 819 503	-3 247	-3,9	633 487	-3,8	-2,9	182 937	-4,6	-1,1	3 079	13,1	0,0	8 048	609
Abr	P 814 707	-4 335	-4,2	629 237	-4,5	-3,5	182 475	-3,6	-0,8	2 995	13,0	0,0	7 348	598
May	P 811 969	-2 265	-4,3	626 529	-4,5	-3,4	182 415	-4,1	-0,9	3 025	13,5	0,0	7 009	594

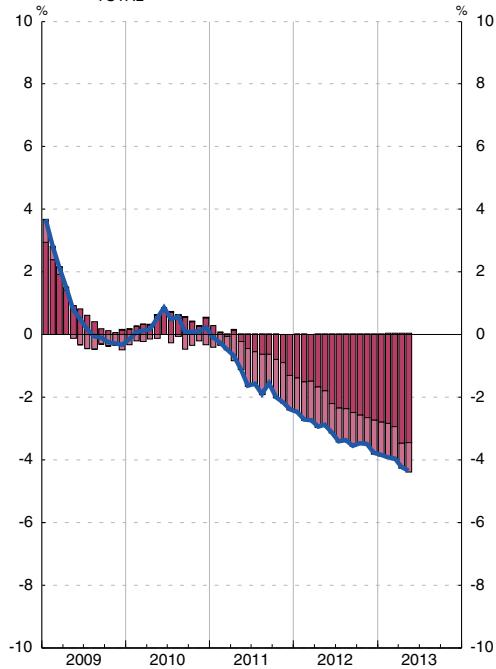
### FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual

■ PRÉST., FONDOS TITULIZACIÓN Y SGA. VIVIENDA  
■ PRÉST., FONDOS TITULIZACIÓN Y SGA. OTROS  
■ TOTAL



### FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Contribuciones a la tasa de variación interanual

■ PRÉST., FONDOS TITULIZACIÓN Y SGA. VIVIENDA  
■ PRÉST., FONDOS TITULIZACIÓN Y SGA. OTROS  
■ PRESTAMOS DEL EXTERIOR  
■ TOTAL



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

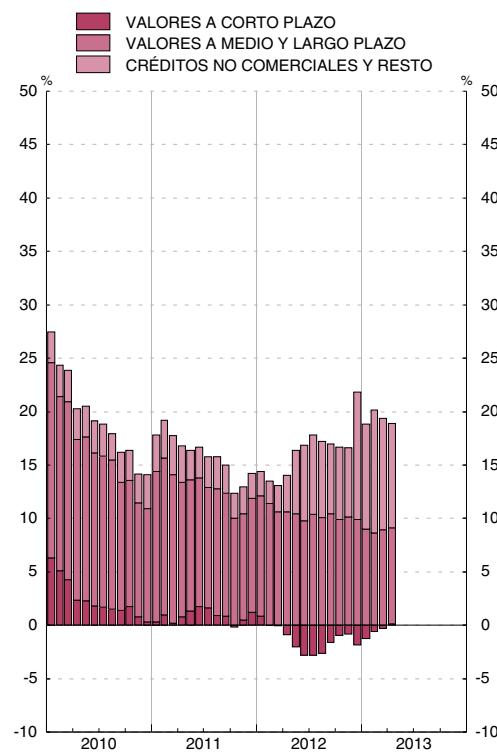
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta				Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
09	565 082	128 098	29,3	86 395	33 361	62,9	7,6	385 433	82 935	27,4	19,0	93 255	11 802	14,5	2,7	
10	644 692	79 609	14,1	88 201	1 806	2,1	0,3	445 175	59 742	15,5	10,6	111 316	18 061	19,4	3,2	
11	P 736 468	91 777	14,2	96 153	7 952	9,0	1,2	513 696	68 521	15,4	10,6	126 619	15 303	13,7	2,4	
12	P 883 848	147 380	20,0	82 563	-13 590	-14,1	-1,8	586 464	72 768	14,2	9,9	214 821	88 202	69,7	12,0	
11 Nov	P 718 181	11 599	12,9	93 376	3 266	3,5	0,5	502 460	8 000	14,4	9,9	122 346	334	14,8	2,5	
Dic	P 736 468	18 287	14,2	96 153	2 778	9,0	1,2	513 696	11 236	15,4	10,6	126 619	4 273	13,7	2,4	
12 Ene	P 751 019	14 551	14,4	93 550	-2 604	6,4	0,9	529 881	16 185	16,2	11,3	127 589	970	13,3	2,3	
Feb	P 763 741	12 722	13,5	89 450	-4 100	0,1	0,0	544 638	14 757	16,3	11,4	129 654	2 065	12,5	2,1	
Mar	P 774 926	11 185	13,0	85 483	-3 966	-0,6	-0,1	553 704	9 066	15,1	10,6	135 739	6 085	14,3	2,5	
Abr	P 768 640	-6 287	13,2	80 278	-5 205	-6,8	-0,9	548 214	-5 491	15,1	10,6	140 148	4 409	19,8	3,4	
May	P 785 487	16 848	14,3	75 655	-4 623	-15,7	-2,1	553 781	5 567	14,9	10,5	156 051	15 903	35,4	5,9	
Jun	P 804 615	19 127	14,0	72 386	-3 269	-21,7	-2,8	560 000	6 219	14,1	9,8	172 228	16 177	40,8	7,1	
Jul	P 803 930	-685	15,0	73 843	1 456	-20,9	-2,8	555 544	-4 456	15,0	10,4	174 544	2 315	42,6	7,5	
Ago	P 800 752	-3 178	14,6	72 057	-1 786	-20,3	-2,6	557 444	1 900	14,4	10,1	171 251	-3 292	41,4	7,2	
Sep	P 817 170	16 417	15,3	79 770	7 713	-12,7	-1,6	567 236	9 792	15,0	10,4	170 164	-1 088	37,5	6,6	
Oct	P 817 786	616	15,7	83 303	3 532	-7,6	-1,0	564 210	-3 026	14,1	9,9	170 273	110	39,6	6,8	
Nov	P 831 464	13 678	15,8	87 469	4 166	-6,3	-0,8	575 086	10 876	14,5	10,1	168 909	-1 365	38,1	6,5	
Dic	P 883 848	52 384	20,0	82 563	-4 906	-14,1	-1,8	586 464	11 377	14,2	9,9	214 821	45 913	69,7	12,0	
13 Ene	A 883 115	-732	17,6	84 253	1 690	-9,9	-1,2	597 621	11 158	12,8	9,0	201 241	-13 580	57,7	9,8	
Feb	A 913 140	30 025	19,6	85 141	889	-4,8	-0,6	610 626	13 004	12,1	8,6	217 373	16 132	67,7	11,5	
Mar	A 922 828	9 685	19,1	83 260	-1 882	-2,6	-0,3	622 975	12 349	12,5	8,9	216 593	-782	59,6	10,4	
Abr	A 913 985	-8 843	18,9	81 174	-2 085	1,1	0,1	617 203	-5 771	12,6	9,0	215 607	-986	53,8	9,8	

### FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Tasas de variación interanual



### FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

b. Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

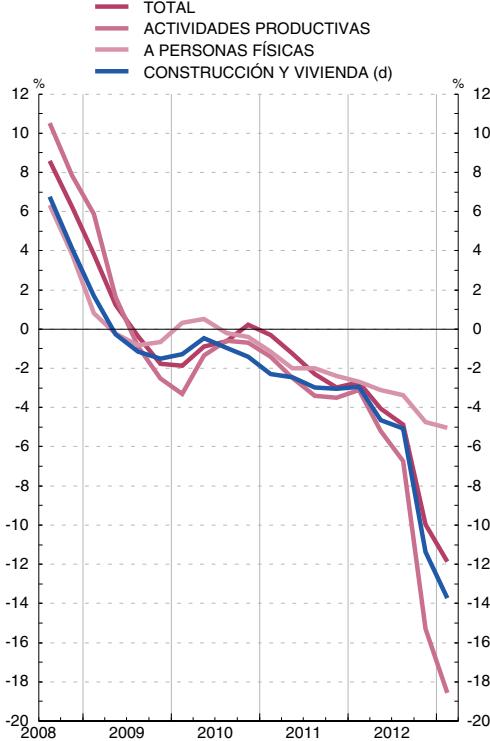
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

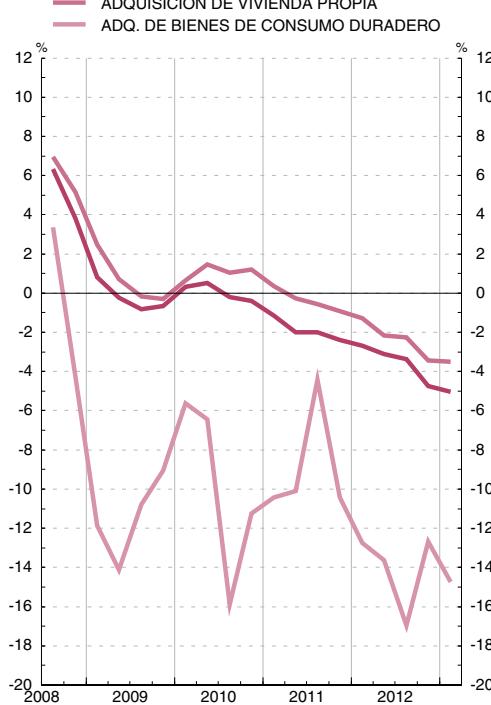
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras finan.c.a personas físicas por func. de gasto					Finan- ciación a insti- tuciones privadas sin fines de lucro	Sin clasifi- car	Pro me- moria: construc- ción y vivienda (d)	
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios Del cual	Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321
12	1 604 961	799 610	20 217	131 109	76 217	572 067	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	42 685	933 370
08 /V	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
09 /I	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 010	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	324 663	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 /I	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 473	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758
II	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436
III	1 837 278	991 374	23 456	152 031	121 514	694 374	320 090	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 444	1 100 836
IV	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099
11 /I	1 824 256	971 962	22 618	145 796	109 582	693 966	312 152	804 029	658 133	628 138	41 073	104 823	5 710	42 554	1 079 867
II	1 817 800	963 039	22 435	146 481	105 489	688 634	308 424	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	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321
12 /I	1 768 488	935 176	21 416	139 850	96 193	677 716	295 696	782 441	649 716	620 182	35 835	96 890	6 643	44 228	1 041 606
II	1 744 215	912 949	21 085	138 007	91 869	661 988	286 942	779 915	644 201	614 707	34 726	100 988	7 013	44 338	1 023 012
III	1 701 789	886 962	20 852	135 138	87 794	643 178	280 245	767 855	639 522	610 943	31 953	96 381	6 910	40 061	1 007 561
IV	1 604 961	799 610	20 217	131 109	76 217	572 067	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	42 685	933 370
13 /I	1 558 660	761 658	19 831	127 127	67 227	547 472	205 892	743 129	625 439	598 371	30 553	87 137	6 759	47 114	898 558

### 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.

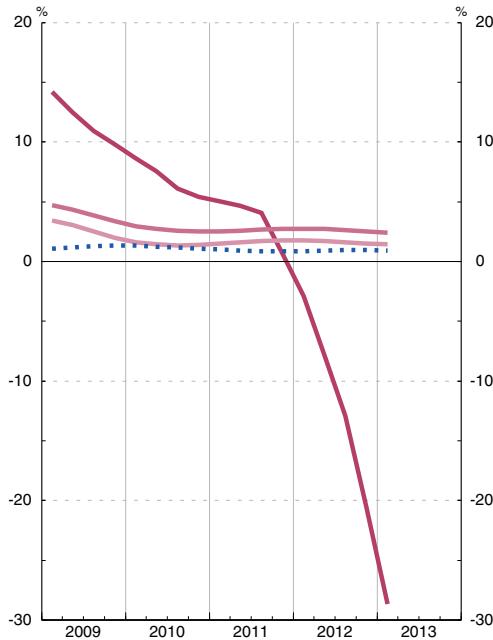
## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPÓSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje			
	Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros ptos. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Beneficios antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operaciones activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
10	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1
11	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9
12	2,5	1,5	1,0	0,9	1,9	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,4	-39,1	2,8	1,8	1,0
10 //	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
///	2,5	1,4	1,1	0,9	1,9	0,9	0,6	0,6	0,4	0,2	0,3	4,0	2,7	1,6	1,2
/IV	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1
11 /	2,6	1,6	1,0	0,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4	0,1	0,4	5,2	2,7	1,7	1,0
II	2,7	1,8	1,0	1,1	2,0	1,0	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	4,1	2,8	1,8	0,9
///	2,8	1,8	0,9	0,6	1,5	0,9	0,5	0,5	0,1	0,3	-0,3	1,7	2,8	2,0	0,9
/IV	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9
12 /	2,7	1,7	1,0	0,8	1,8	0,9	0,5	0,8	0,1	0,2	0,1	-8,9	3,0	2,1	0,9
II	2,6	1,5	1,1	1,0	2,0	0,9	0,5	2,3	-1,1	0,8	-2,0	-16,1	3,0	2,0	0,9
///	2,3	1,3	1,0	0,8	1,8	0,8	0,5	1,9	-0,9	0,3	-0,8	-18,2	2,9	1,9	0,9
/IV	2,5	1,5	1,0	0,9	1,9	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,4	-39,1	2,8	1,8	1,0
13 /	2,3	1,4	0,9	0,8	1,8	0,9	0,5	0,7	0,2	0,1	0,0	-41,2	2,6	1,7	0,9

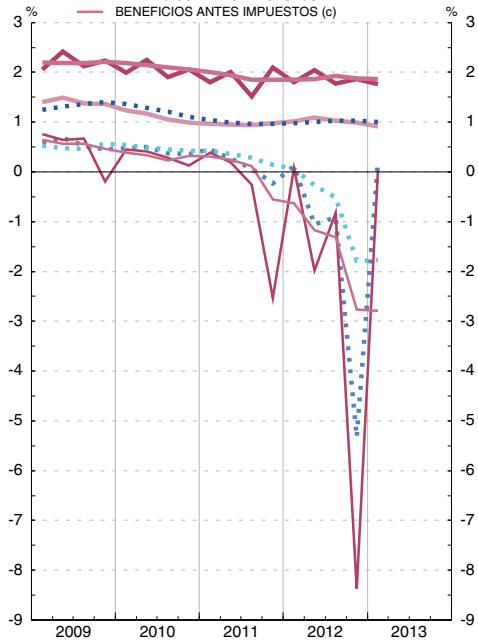
### CUENTA DE RESULTADOS Ratio sobre balance ajustado medio y rentabilidades

— RENTABILIDAD S/ FONDOS PROPIOS (c)  
— PRODUCTOS FINANCIEROS (c)  
— COSTES FINANCIEROS (c)  
---- DIFERENCIAL RENTABILIDAD/COSTE MEDIO



### CUENTA DE RESULTADOS Ratio sobre balance ajustado medio

— MARGEN BRUTO  
— MARGEN BRUTO (c)  
— MARGEN DE INTERESES  
---- MARGEN DE INTERESES (c)  
---- RESULTADO ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN  
---- RESULTADO ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN (c)  
— BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS  
— BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS (c)



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

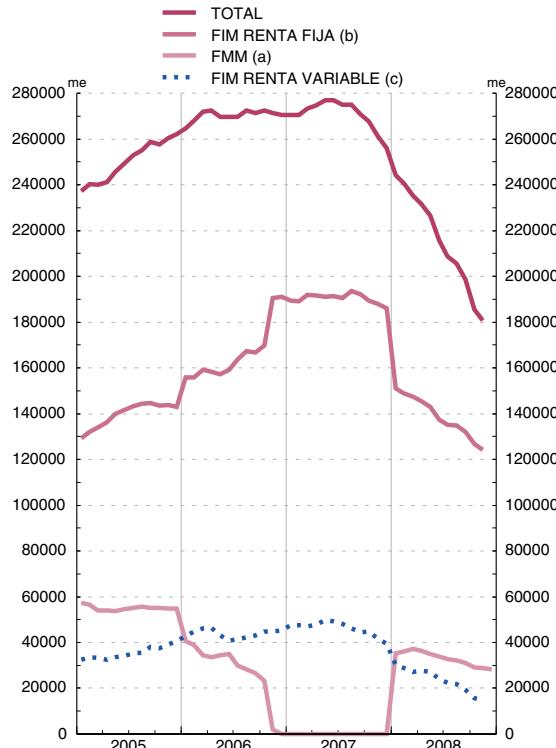
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

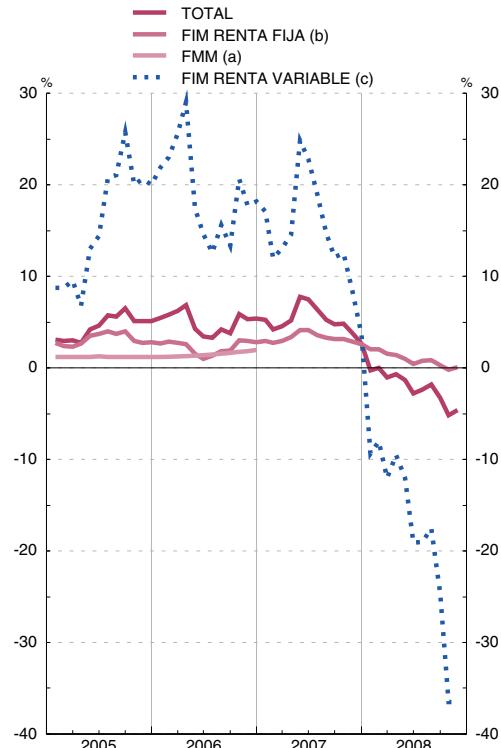
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)	
	Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual			
			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730	
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934	
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6					185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643	
07 Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314	
Sep	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887	
Oct	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383	
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654	
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643	
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898	
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534	
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090	
Apr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161	
May	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427	
Jun	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273	
Jul	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683	
Ago	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938	
Sep	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564	
Oct	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917	
Nov	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207	

### PATRIMONIO



### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

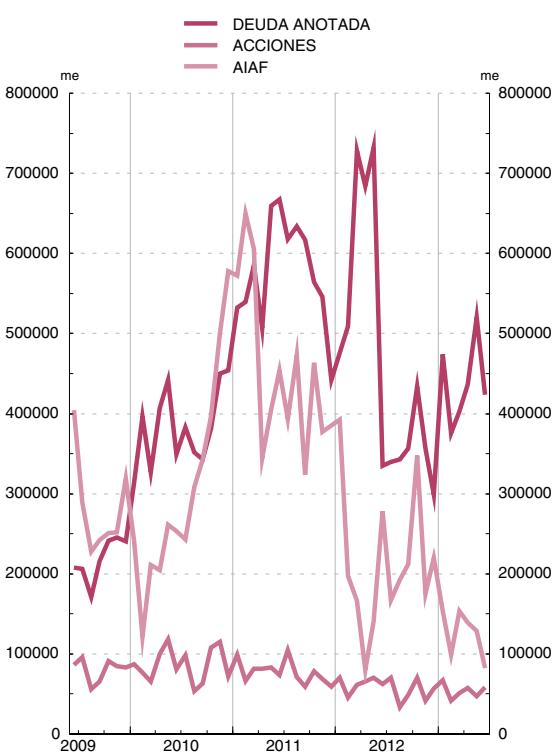
	Índices de cotización de acciones					Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURÓ STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)		
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable	
11	986,15	9 727,31	258,92	2 646,26	926 265	70 978	6 911 206	5 448 502	-	29 630	-	5 591	
12	764,56	7 579,94	240,67	2 419,01	696 262	60 247	5 592 323	2 568 756	-	34 928	-	4 988	
13	A	824,99	8 169,00	269,36	2 675,88	322 921	25 377	2 632 499	756 259	-	12 906	-	2 847
<b>12 Mar</b>	807,46	8 008,00	247,21	2 477,28	61 373	5 458	727 917	166 605	...	4 527	...	441	
<i>Abr</i>	707,48	7 011,00	233,02	2 306,43	65 798	5 699	683 752	79 682	...	1 710	...	587	
<i>May</i>	617,23	6 089,80	213,87	2 118,94	70 119	6 897	732 309	140 899	...	2 419	...	626	
<i>Jun</i>	718,49	7 102,20	226,42	2 264,72	62 049	3 875	335 123	277 867	...	4 246	...	566	
<i>Jul</i>	680,53	6 738,10	232,34	2 325,72	70 446	5 057	339 550	167 029	...	2 140	...	515	
<i>Ago</i>	749,84	7 420,50	241,70	2 440,71	33 630	3 945	342 962	192 740	...	2 044	...	374	
<i>Sep</i>	777,05	7 708,50	244,21	2 454,26	48 788	6 081	356 661	212 006	...	4 937	...	357	
<i>Oct</i>	790,12	7 842,90	248,10	2 503,64	69 931	4 267	433 914	347 799	...	1 819	...	338	
<i>Nov</i>	798,04	7 934,60	254,83	2 575,25	41 854	6 008	356 491	174 889	...	1 899	...	289	
<i>Dic</i>	824,70	8 167,50	260,84	2 635,93	56 525	3 124	299 126	219 645	...	4 220	...	264	
<b>13 Ene</b>	848,79	8 362,30	268,57	2 702,98	67 086	2 883	473 866	153 501	...	2 129	...	329	
<i>Feb</i>	833,59	8 230,30	266,35	2 633,55	41 708	4 120	375 821	99 348	...	1 973	...	477	
<i>Mar</i>	798,39	7 920,00	266,08	2 624,02	51 354	2 922	402 758	153 583	...	2 730	...	480	
<i>Apr</i>	848,43	8 419,00	272,83	2 717,38	57 151	7 269	436 218	138 762	...	1 379	...	513	
<i>May</i>	839,10	8 320,60	278,88	2 769,64	47 390	5 641	520 390	128 741	...	2 067	...	481	
<i>Jun</i>	P	781,82	7 762,70	263,09	2 602,59	58 232	2 542	423 446	82 324	...	2 628	...	567

### 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

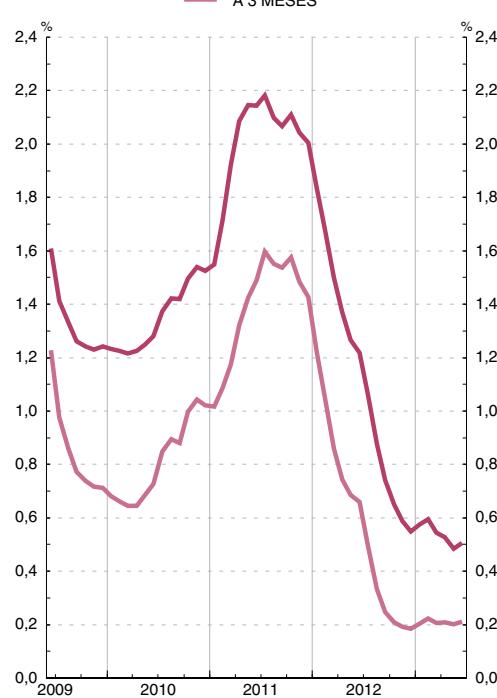
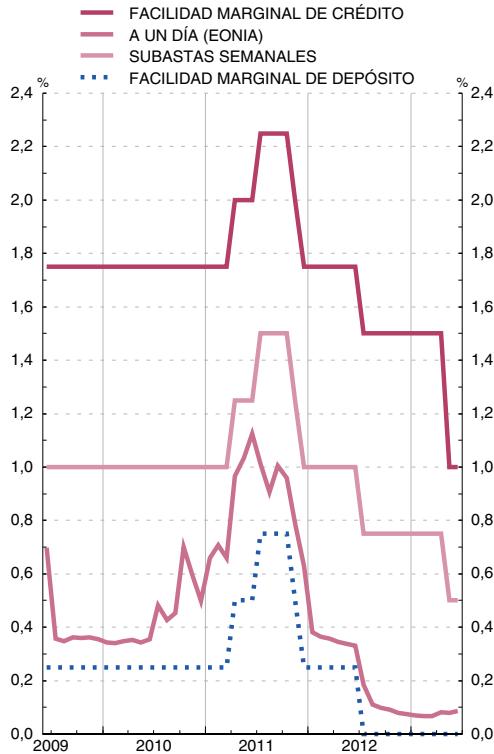
■ Serie representada gráficamente.

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						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
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		0,75	0,75	1,50	0,00	0,229	0,33	0,57	0,83	1,11	0,27	0,76	1,06	-	1,72	0,18	0,41	0,56	1,00
13	A	0,50	0,50	1,00	0,00	0,075	0,12	0,21	0,33	0,54	0,15	0,49	1,75	-	-	0,07	0,31	0,42	-
<b>12 Mar</b>		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	-
<i>Abr</i>		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	-
<i>May</i>		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	-
<i>Jun</i>		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	-
<i>Jul</i>		0,75	0,75	1,50	0,00	0,184	0,22	0,50	0,78	1,06	0,24	0,51	-	-	-	0,20	0,45	0,15	1,00
<i>Ago</i>		0,75	0,75	1,50	0,00	0,110	0,13	0,33	0,61	0,88	0,21	0,59	-	-	-	0,15	0,45	-	-
<i>Sep</i>		0,75	0,75	1,50	0,00	0,099	0,12	0,25	0,48	0,74	0,21	0,22	-	-	-	0,10	0,43	0,46	-
<i>Oct</i>		0,75	0,75	1,50	0,00	0,091	0,11	0,21	0,41	0,65	0,20	0,60	-	-	-	0,15	0,51	0,67	-
<i>Nov</i>		0,75	0,75	1,50	0,00	0,079	0,11	0,19	0,36	0,59	0,14	0,65	-	-	-	0,06	0,53	0,64	-
<i>Dic</i>		0,75	0,75	1,50	0,00	0,073	0,11	0,19	0,32	0,55	0,18	0,20	-	-	-	0,09	0,46	0,58	-
<b>13 Ene</b>		0,75	0,75	1,50	0,00	0,069	0,11	0,20	0,34	0,58	0,13	0,45	-	-	-	0,03	0,25	0,30	-
<i>Feb</i>		0,75	0,75	1,50	0,00	0,068	0,12	0,22	0,36	0,59	0,11	0,59	-	-	-	0,04	0,27	0,42	-
<i>Mar</i>		0,75	0,75	1,50	0,00	0,067	0,12	0,21	0,33	0,55	0,20	0,39	-	-	-	0,07	0,29	0,42	-
<i>Abr</i>		0,75	0,75	1,50	0,00	0,081	0,12	0,21	0,32	0,53	0,16	0,56	-	-	-	0,07	0,36	0,48	-
<i>May</i>		0,50	0,50	1,00	0,00	0,079	0,11	0,20	0,30	0,48	0,15	0,40	1,75	-	-	0,08	0,33	0,45	-
<i>Jun</i>		0,50	0,50	1,00	0,00	0,086	0,12	0,21	0,32	0,51	0,17	0,56	-	-	-	0,13	0,34	0,43	-

### EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO

### MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

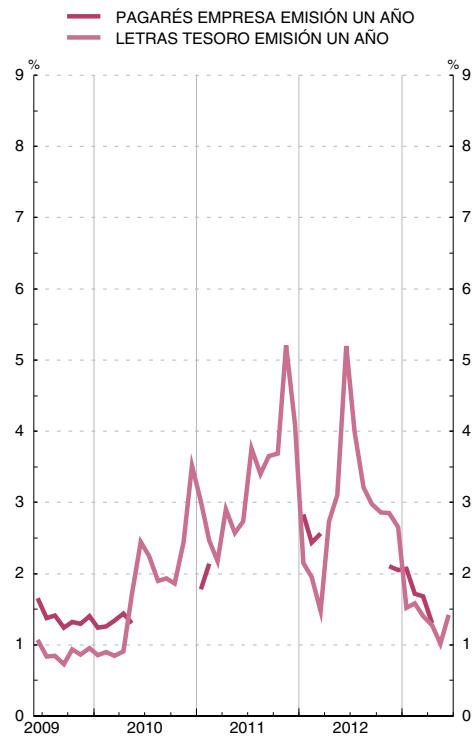
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado									
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal				Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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		2,93	2,67	2,40	3,24	3,93	4,79	5,72	-	6,14	3,98	5,85	5,80	
13	A	1,36	1,29	1,56	3,06	2,61	3,60	4,90	5,30	5,58	2,78	4,78	3,90	
12 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	
Jul		3,99	4,05	-	2,52	5,30	6,54	6,80	-	-	5,61	6,79	7,92	
Ago		3,21	3,09	2,44	2,74	4,85	6,06	6,71	-	-	4,82	6,58	8,30	
Sep		2,98	2,63	-	2,92	3,55	4,58	5,70	-	-	3,88	5,92	7,06	
Oct		2,86	2,54	-	3,76	3,27	4,00	5,47	-	-	3,66	5,65	5,12	
Nov		2,85	2,42	2,10	3,72	3,66	4,79	5,56	-	6,37	3,73	5,69	4,86	
Dic		2,65	2,26	2,05	3,63	3,16	4,08	4,67	-	5,93	3,44	5,34	4,25	
13 Ene		1,52	1,43	2,07	3,37	2,77	3,81	5,40	5,57	5,71	2,92	5,05	4,14	
Feb		1,58	1,47	1,72	3,36	2,57	4,29	5,22	5,82	-	3,07	5,22	4,36	
Mar		1,40	1,36	1,68	2,94	2,31	3,58	4,92	-	5,46	2,83	4,92	3,99	
Abr		1,27	1,11	1,30	2,88	2,81	3,29	4,63	-	-	2,67	4,59	3,84	
May		1,01	1,02	-	2,83	2,47	3,03	4,45	4,56	-	2,37	4,25	3,40	
Jun		1,42	1,35	1,01	2,98	2,73	3,64	4,82	-	-	2,86	4,67	3,72	

### 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.

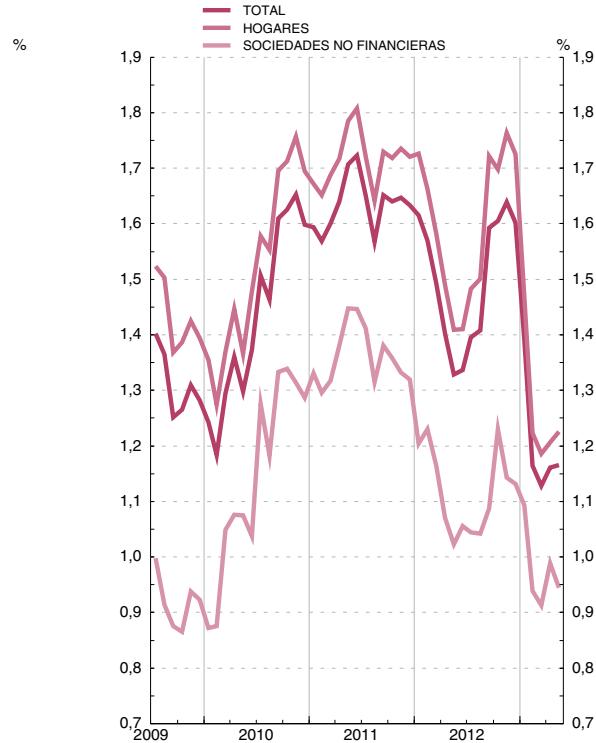
Porcentajes

Tipo sintético (d)	Préstamos y créditos (TAE) (b)						Depósitos (TEDR) (b)										
	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras					
	Tipo sintético	Vivienda	Consumo y otros fines (e)	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (c)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales		
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	3,76	3,86	2,93	6,98	3,66	5,35	2,98	1,60	1,72	0,21	2,83	1,39	1,13	0,37	2,08	1,32	
13	A	4,22	4,23	3,18	7,81	4,21	5,78	3,28	1,17	1,23	0,21	1,97	0,25	0,95	0,40	1,67	0,22
11 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	4,43	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	4,39	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	
Jun	4,08	4,26	3,40	7,04	3,91	5,58	3,36	1,34	1,41	0,26	2,31	0,77	1,06	0,52	1,79	0,64	
Jul	4,03	4,26	3,34	7,32	3,80	5,70	2,98	1,40	1,48	0,24	2,44	0,72	1,04	0,49	1,77	0,58	
Ago	4,01	4,33	3,31	7,76	3,68	5,81	2,74	1,41	1,50	0,25	2,47	0,75	1,04	0,46	1,81	0,48	
Sep	3,87	4,17	3,18	7,50	3,56	5,51	2,57	1,59	1,72	0,26	2,84	1,14	1,09	0,44	1,93	0,95	
Oct	3,89	4,14	3,18	7,34	3,64	5,61	2,71	1,61	1,70	0,25	2,77	1,11	1,23	0,43	2,26	0,72	
Nov	3,83	3,99	3,06	7,00	3,67	5,58	2,73	1,64	1,76	0,22	2,91	1,29	1,14	0,40	2,11	0,51	
Dic	3,76	3,86	2,93	6,98	3,66	5,35	2,98	1,60	1,72	0,21	2,83	1,39	1,13	0,37	2,08	1,32	
13 Ene	4,00	4,14	3,16	7,48	3,83	5,67	2,93	1,39	1,47	0,20	2,37	0,63	1,09	0,38	1,95	0,89	
Feb	4,08	4,22	3,26	7,49	3,91	5,65	3,10	1,16	1,22	0,21	1,95	0,38	0,94	0,39	1,63	0,38	
Mar	4,01	4,17	3,22	7,42	3,81	5,57	2,94	1,13	1,19	0,21	1,90	0,36	0,91	0,34	1,63	0,62	
Abr	4,16	4,19	3,20	7,55	4,12	5,87	3,10	1,16	1,21	0,20	1,94	0,32	0,99	0,39	1,75	0,38	
May	P	4,22	4,23	3,18	7,81	4,21	5,78	3,28	1,17	1,23	0,21	1,97	0,25	0,95	0,40	1,67	0,22

### 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 FRENTA A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

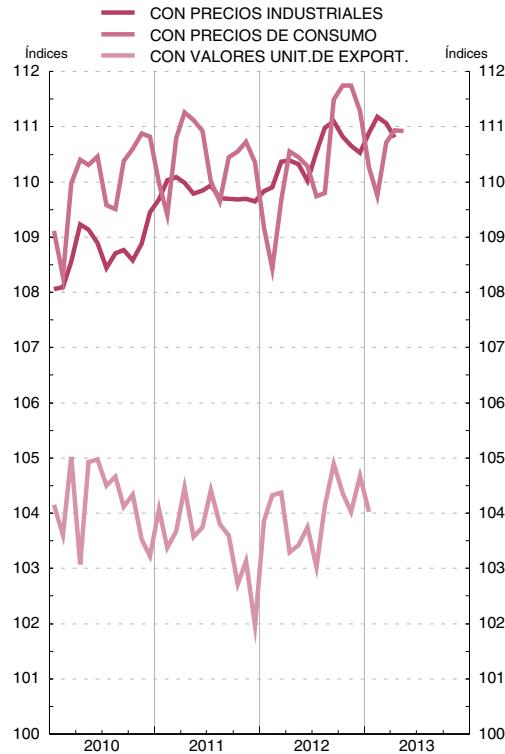
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)										Frente a la zona del euro (a)					
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales totales (d)	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con costes laborales unitarios totales (d)	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
10	109,2	110,0	109,5	102,3	101,9	107,3	108,0	107,6	100,5	108,7	110,0	110,2	111,6	104,2		
11	110,1	110,2	106,9	101,7	101,9	108,1	108,2	105,0	99,8	109,8	110,4	107,5	109,5	103,5		
12	110,1	109,6	100,8	101,9	101,4	108,6	108,0	99,4	100,5	110,5	110,4	102,0	109,4	104,0		
11 //	110,2	110,9	107,7	102,0	101,8	108,2	108,9	105,8	100,1	109,9	111,1	108,3	108,7	103,9		
///	110,2	109,9	106,6	102,1	102,0	108,0	107,8	104,5	100,1	109,8	110,0	107,2	110,9	103,9		
/V	110,0	110,6	105,8	100,8	102,1	107,8	108,3	103,6	98,7	109,7	110,5	106,2	112,3	102,6		
12 /	110,0	108,6	104,2	102,0	101,7	108,2	106,8	102,4	100,3	110,0	109,1	105,2	108,4	104,2		
//	110,0	109,8	102,0	101,4	101,5	108,4	108,1	100,5	99,9	110,2	110,4	103,2	109,1	103,5		
///	110,3	109,2	100,4	101,8	101,1	109,0	108,0	99,3	100,7	110,9	110,3	101,9	109,5	104,0		
/V	110,3	110,6	96,5	102,3	101,3	108,8	109,2	95,3	101,0	110,7	111,6	97,7	110,5	104,4		
13 /	111,1	109,8	98,5	...	101,8	109,1	107,8	96,7	...	111,0	110,3	99,3	107,9	...		
12 Sep	110,5	110,4	100,4	102,7	101,2	109,3	109,2	99,3	101,5	111,1	111,5	102,0	109,5	104,9		
Oct	110,4	110,8	...	102,3	101,3	109,0	109,4	...	101,0	110,8	111,8	...	...	104,4		
Nov	110,2	110,7	...	101,9	101,3	108,8	109,3	...	100,6	110,7	111,7	...	...	104,0		
Dic	110,2	110,4	96,8	102,7	101,4	108,7	108,9	95,5	101,3	110,5	111,3	98,1	110,5	104,7		
13 Ene	110,8	109,5	...	101,9	101,6	109,0	107,8	...	100,3	110,9	110,3	...	...	104,0		
Feb	111,3	109,3	...	...	101,9	109,2	107,3	...	...	111,2	109,8	...	...	...		
Mar	111,1	110,4	...	...	101,9	109,0	108,4	...	...	111,1	110,7	...	...	...		
Abt	110,8	110,5	...	...	101,8	108,8	108,5	...	...	110,8	110,9	...	...	...		
May	...	110,5	...	...	101,8	...	108,5	...	...	...	110,9	...	...	...		
Jun	...	...	...	...	102,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...		

#### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



#### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. 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.

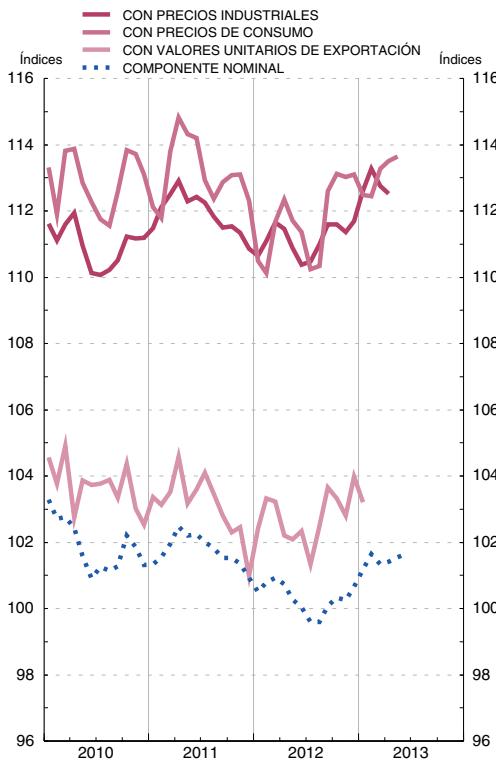
## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

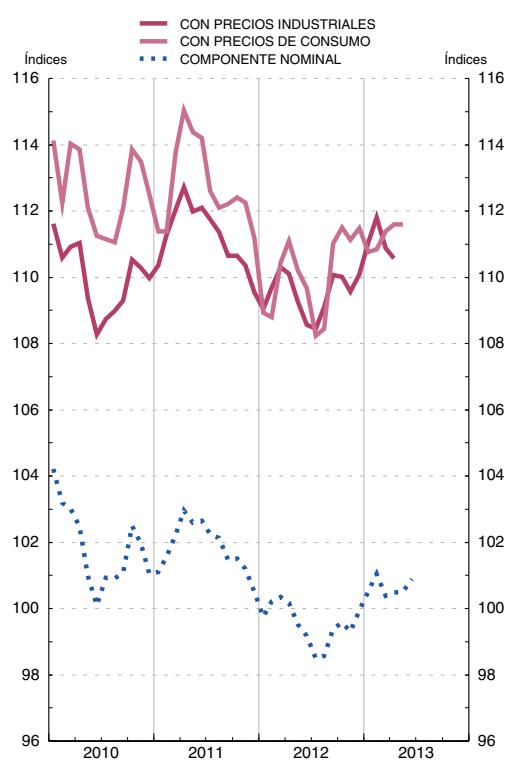
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados										Frente a los países industrializados					
	Total (a)				Componen- te nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufac- turas(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufac- turas(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo		
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14		
10	111,0	112,9	116,4	103,7	101,9	108,9	110,8	114,2	101,8	110,0	112,7	101,9	108,0	110,6		
11	111,9	113,1	113,4	103,1	101,7	110,0	111,2	111,4	101,3	111,2	112,7	101,8	109,2	110,7		
12	111,2	111,7	111,8	102,8	100,3	110,8	111,3	111,4	102,4	109,5	110,1	99,5	110,0	110,6		
11 //	112,5	114,4	113,1	103,8	102,3	110,0	111,9	110,6	101,4	112,3	114,5	102,7	109,3	111,5		
///	111,9	112,7	114,8	103,5	101,8	109,9	110,7	112,7	101,6	111,3	112,3	102,0	109,1	110,2		
IV	111,2	112,8	115,8	101,9	101,3	109,8	111,4	114,3	100,6	110,2	112,0	101,1	109,0	110,8		
12 /	111,1	110,8	111,3	103,0	100,7	110,3	110,0	110,5	102,2	109,7	109,4	100,1	109,6	109,3		
II	110,9	111,8	111,5	102,2	100,3	110,5	111,4	111,1	101,9	109,3	110,3	99,6	109,7	110,7		
///	111,0	111,0	111,3	102,5	99,8	111,3	111,3	111,6	102,7	109,2	109,2	98,8	110,5	110,5		
IV	111,6	113,1	113,1	103,4	100,4	111,1	112,6	112,6	103,0	109,9	111,4	99,6	110,3	111,8		
13 /	112,9	112,7	111,6	...	101,4	111,3	111,2	110,1	...	111,2	111,0	100,6	110,5	110,3		
12 Sep	111,6	112,6	111,2	103,6	100,1	111,5	112,5	111,5	103,6	110,1	111,0	99,4	110,8	111,7		
Oct	111,6	113,1	...	103,3	100,3	111,2	112,8	...	103,0	110,0	111,5	99,6	110,5	112,0		
Nov	111,4	113,0	...	102,8	100,2	111,1	112,7	...	102,6	109,6	111,1	99,3	110,3	111,9		
Dic	111,7	113,1	113,0	104,0	100,7	111,0	112,4	112,6	103,3	110,1	111,5	99,9	110,2	111,5		
13 Ene	112,6	112,5	...	103,2	101,2	111,3	111,2	...	102,0	111,1	110,8	100,5	110,5	110,2		
Feb	113,3	112,5	...	...	101,6	111,5	110,6	...	...	111,8	110,9	101,0	110,7	109,7		
Mar	112,8	113,3	...	...	101,3	111,3	111,8	...	...	110,9	111,4	100,4	110,4	110,9		
Abr	112,5	113,5	...	...	101,4	111,0	111,9	...	...	110,6	111,6	100,5	110,0	111,1		
May	...	113,6	...	...	101,5	...	111,9	...	...	...	111,6	100,5	...	111,0		
Jun	...	...	...	...	101,7	...	...	...	...	...	...	100,9	...	...		

### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. 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/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice\\_general.pdf](http://www.bde.es/f/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, 2013  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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