

BOLETÍN ECONÓMICO

01/2012

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española

- 1 Rasgos básicos 3
- 2 Entorno exterior del área del euro 11
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 18
- 4 La economía española 34
- 5 Evolución financiera 51

Informe de proyecciones de la economía española 67

La respuesta de las empresas exportadoras españolas a los cambios del comercio mundial (2008-2010) 81

El Informe Anual de Crecimiento 2012 y el Semestre Europeo: nuevos mecanismos y prioridades de política económica en la UE 89

Regulación financiera: cuarto trimestre de 2011 99

Indicadores económicos 1*

Publicaciones del Banco de España 63*

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 64*

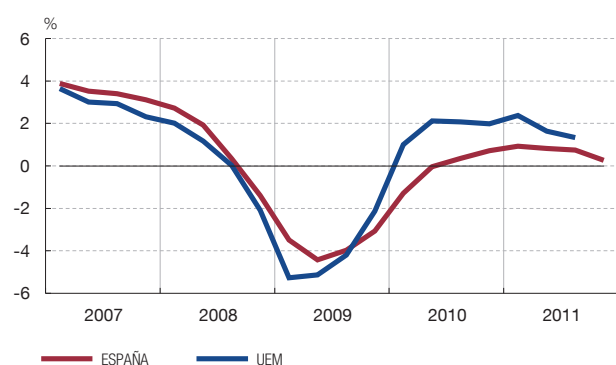
A lo largo de 2011, la modesta recuperación que había emprendido la economía española un año antes se fue debilitando, a medida que la crisis de la deuda soberana en la UEM se fue extendiendo a un número mayor de países y se recrudecían las tensiones en los mercados financieros. Tras el estancamiento de la actividad en el tercer trimestre, se estima que la economía se contrajo en el cuarto, con una caída intertrimestral del PIB del 0,3 %. En términos de la tasa de variación interanual, el producto siguió aumentando, en un 0,3 %, cifra que es cinco décimas inferior a la del período anterior. Por el lado del gasto, la demanda nacional habría retrocedido a una tasa ligeramente superior a la de julio-septiembre (0,5 % intertrimestral), mientras que la aportación positiva de la demanda exterior, de 0,3 pp, fue algo inferior a la del trimestre previo, reflejando la ralentización de los mercados de exportación en los meses finales del ejercicio.

Con este cierre del año, el PIB habría aumentado en 2011 un 0,7 %, tras sendos retrocesos en los dos años precedentes, ampliándose la brecha de crecimiento con respecto a los países centrales de la zona del euro. Se estima que detrás de esta evolución se encuentra una nueva contracción de la demanda interna (del 1,3 %), que se explica casi en su totalidad por la contribución negativa de la inversión en construcción y por el retroceso del consumo público. Estos efectos no pudieron ser contrarrestados por el consumo de los hogares y la inversión en equipo, cuyo impulso inicial fue dando muestras de fatiga a medida que avanzaba el año. En cambio, la demanda exterior neta mitigó, por cuarto año consecutivo, el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, con una contribución positiva de 2 pp, apoyada en la fortaleza de las exportaciones y en la debilidad de las importaciones, en línea con el bajo tono de la demanda final.

Por el lado de la oferta, el valor añadido de todas las ramas productivas, excepto el de la construcción, registró avances ligeramente positivos en el promedio de 2011, si bien dentro de una trayectoria generalizada de pérdida de vigor en la segunda mitad del ejercicio. En el sector de la construcción, las caídas fueron más acusadas en el segmento de construcción no residencial, reflejando el efecto sobre la ejecución de la obra civil de los planes de austeridad presupuestaria, mientras que se atenuaron en el componente residencial, donde el ajuste del exceso de capacidad del sector ha avanzado significativamente tras cuatro años de corrección. Con este trasfondo, el empleo no dio signos de recuperación en 2011, apreciándose incluso una intensificación en la senda de destrucción de empleo tras el verano. Se estima un descenso del número de ocupados en torno a un 1,7 % en 2011, que, de confirmarse, implicaría un nivel de empleo inferior en algo más de un 10 % al existente a comienzos de la crisis. La tasa de paro repuntó con intensidad a lo largo del ejercicio, hasta a alcanzar el 21,5 % en el tercer trimestre, cifra que probablemente habrá sido superada en los últimos meses del ejercicio.

En esta situación, los costes laborales repuntaron levemente —tras la estabilización del año previo—, impulsados por el aumento de la remuneración por asalariado en la economía de mercado, a lo que no fueron ajenos los procesos de indiciación salarial vigentes. Con todo, los costes laborales unitarios volvieron a retroceder en 2011, reflejando el significativo aumento de la productividad. Por último, como cabía prever, la tasa de inflación acusó una marcada desaceleración en los últimos meses del ejercicio, una vez que se cancelaron los efectos base de la subida del IVA en julio de 2010 (que se habían reflejado en las tasas interanuales de la primera mitad de 2011) y los correspondientes a la elevación

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



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

a Series ajustadas de estacionalidad.

de los impuestos del tabaco y de los precios del petróleo en los meses finales de 2010. La inflación concluyó el año con una tasa interanual del 2,4 % —del 1,5 % cuando se computa en términos del IPSEBENE—, con lo que el diferencial de inflación con la UEM volvió a ser favorable para España con un registro negativo de 0,3 pp.

En el panorama económico internacional, las tensiones en los mercados financieros europeos se agravaron en los meses finales de 2011, en un contexto en el que la dinámica de retroalimentación entre riesgo soberano, riesgo bancario y pérdida de impulso económico fue afectando a un número cada vez mayor de países de la zona del euro. La prolongación de esta situación implicó complicaciones para el acceso de la banca a la financiación en los mercados mayoristas y acarrió una revisión de la calidad crediticia de los bonos públicos en un amplio número de países de la UEM a mediados de enero de 2012. Bajo estas condiciones, se produjo un mercado deterioro de la actividad en la zona del euro que se extendió a otros países desarrollados, en particular a los europeos, mientras que los países emergentes mantuvieron ritmos de crecimiento sostenidos.

Como ha venido sucediendo desde que se desencadenara la crisis, el agravamiento de la inestabilidad en Europa requirió una respuesta de política económica a distintos niveles. A nivel de las autoridades europeas, los jefes de Estado y de Gobierno de la UEM, en la Cumbre del 9 de diciembre, continuaron avanzando en la mejora de la gobernanza del área, incluido el papel que han de desempeñar los mecanismos de resolución de crisis disponibles. En concreto, se acordaron los principales elementos de un nuevo pacto fiscal que tiene por objetivo reforzar los instrumentos de prevención mediante la introducción de límites a los déficits públicos. Se decidió establecer una norma presupuestaria que sitúe como límite para el déficit estructural anual el 0,5 % del PIB nominal. Esta regla contendrá un mecanismo corrector que se activará en caso de desviación y deberá tener rango constitucional. También está previsto aplicar con mayor automatismo las sanciones contempladas en caso de déficit excesivo. En relación con las medidas de refuerzo de las herramientas de gestión de la crisis, destacan el acuerdo de revisar en marzo de este año la capacidad de financiación del futuro Mecanismo de Estabilidad Financiera Europeo y el adelanto de su puesta en funcionamiento a julio de 2012.

Por su parte, el BCE adoptó un amplio conjunto de medidas para asegurar, por una parte, el tono expansivo de la política monetaria, una vez constatada la ausencia de riesgos

ESPAÑA



UEM



FUENTE: Comisión Europea.

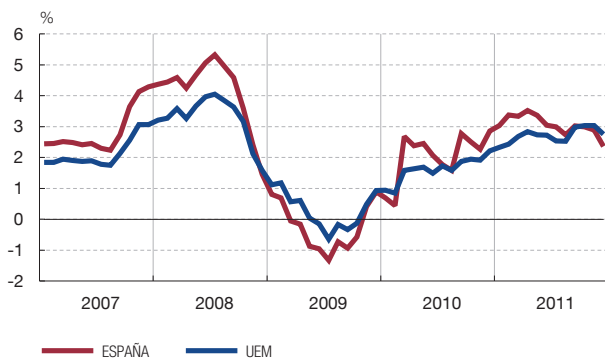
a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

inflacionistas en el contexto de deterioro cíclico de la economía, y, por otra, restaurar el funcionamiento de los canales a través de los que opera la política monetaria y, de este modo, minimizar los riesgos que se derivan de las dificultades para el acceso a la financiación de los bancos. Por un lado, redujo en dos ocasiones durante el trimestre los tipos de interés, hasta situarlos en el 1 % para las operaciones principales de financiación y en el 0,25 % y el 1,75 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente, a partir del 8 de diciembre. Por otro lado, aprobó medidas adicionales de carácter no convencional de apoyo a la oferta de crédito a empresas financieras y familias, que incluyen la ampliación a tres años del plazo al que los bancos pueden tomar fondos del BCE, el incremento de abanico de los activos que son admitidos como garantía y la reducción del coeficiente de reservas mínimas obligatorias hasta el 1 %. Adicionalmente, continuó instrumentando el Programa de Compra de Activos bajo los criterios acordados previamente.

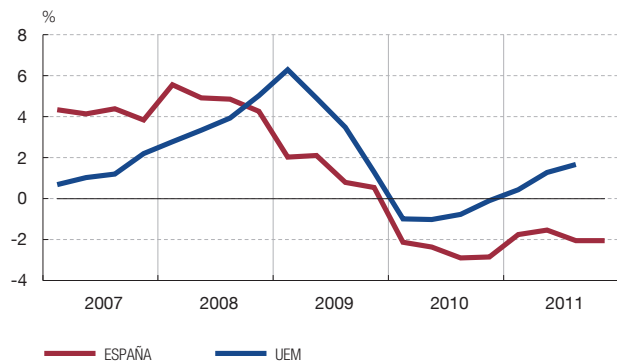
Por último, a nivel de los Gobiernos más afectados por la inestabilidad, a lo largo del mes de diciembre Italia presentó medidas complementarias de ajuste fiscal, una aceleración de los plazos para aplicar la reforma del sistema de pensiones y el anuncio de nuevas políticas estructurales. En España, el Gobierno que surgió tras las elecciones del 20 de noviembre aprobó en el Consejo de Ministros del 30 de diciembre un conjunto de medidas de ajuste presupuestario, a la vez que anticipaba una estimación provisional del déficit de las AAPP para 2011 en el entorno del 8 % del PIB, cifra que representa una desviación de 2 pp con respecto al objetivo establecido en el último Programa de Estabilidad. Estas medidas suponen una reducción del gasto público por valor de 8.900 millones de euros, que se instrumentará mediante la declaración de no disponibilidad de créditos en los Presupuestos Generales del Estado, la congelación de los salarios públicos y la introducción de determinadas restricciones sobre el empleo público. Por el lado de los ingresos se aprobó, entre otras medidas, un incremento temporal de los tipos de gravamen en las tarifas general y del ahorro del IRPF, y del impuesto de bienes inmuebles, con un impacto recaudatorio estimado de 8.100 millones de euros.

A pesar de todas estas actuaciones, durante el cuarto trimestre de 2011 continuó registrándose una fuerte volatilidad de los mercados financieros, al tiempo que el tipo de cambio del euro experimentaba una acusada depreciación. La inestabilidad en los mercados financieros europeos se trasladó a los mercados de deuda pública española y de renta fija privada, las cotizaciones bursátiles y el mercado interbancario, que mostraron

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



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

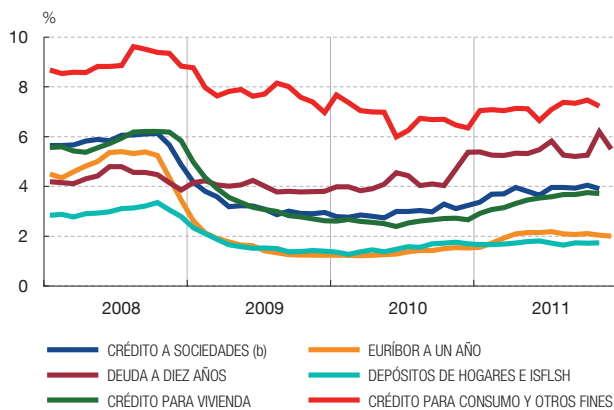
a Tasas de variación interanual.

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

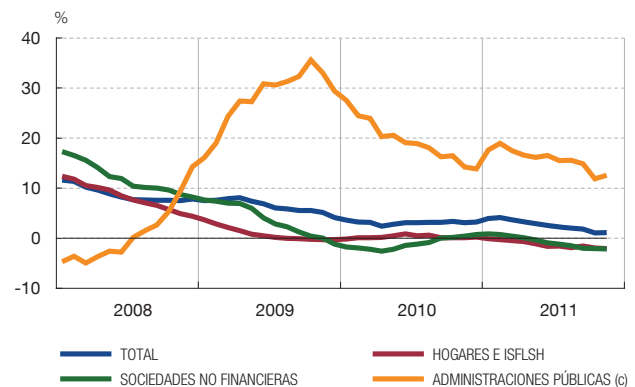
un acusado tensionamiento en el cuarto trimestre de 2011. En la parte transcurrida de 2012 se ha observado un cierto repunte de la inestabilidad, en un contexto que sigue caracterizado por una elevada volatilidad y en el que una de las principales agencias de calificación crediticia rebajó, en dos escalones, la nota asignada al Reino de España, en el marco de reevaluación generalizada al alza de los riesgos soberanos en la zona del euro. El índice IBEX 35 acumulaba un descenso del 1,4 % desde principios de año (tras el retroceso del 13,1 % en 2011), al tiempo que la rentabilidad de la deuda pública española y su diferencial frente a la alemana al mismo plazo volvían a repuntar, situándose en un nivel de 330 pb en la fecha de cierre de este informe, mientras que las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por el sector privado se han reducido ligeramente. En este contexto, las entidades de crédito se han enfrentado nuevamente a importantes dificultades para captar fondos en los mercados de renta fija y en el interbancario. En el mercado inmobiliario, el descenso del precio de la vivienda libre se intensificó durante los últimos meses de 2011, hasta cerrar el año con una caída interanual del 6,8 %. De este modo, el valor de mercado de este activo acumulaba, al cierre del pasado año, una caída del 19 % desde comienzos de 2008 (25 % en términos reales). En estas circunstancias, las condiciones de financiación del sector privado experimentaron un endurecimiento adicional. El encarecimiento de la captación de fondos por parte de las instituciones financieras determinó que los tipos de interés de los préstamos concedidos a empresas y familias apenas reflejaran la relajación de la política monetaria.

En conjunto, la intensificación de la crisis de la deuda soberana y su interacción con la situación del sistema financiero han afectado con notable intensidad a la economía española, empeorando sus condiciones de financiación y dañando la confianza de los agentes. En este contexto, los planes de gasto de los hogares mostraron un debilitamiento adicional, hasta registrar tasas levemente negativas en los meses finales del año. Se estima que el consumo se estancó en 2011, tras el moderado repunte de 2010 (0,8 %), en un entorno marcado por la acusada incertidumbre y la desfavorable evolución del mercado laboral, la caída de la renta disponible y la disminución del valor de la riqueza tanto financiera como no financiera. Todos estos desarrollos han estado presentes en los últimos cuatro años, influyendo en la toma de decisiones de las familias. En 2011 hay que destacar, no obstante, un cierto incremento de la renta disponible nominal de los agentes, que habría dejado de

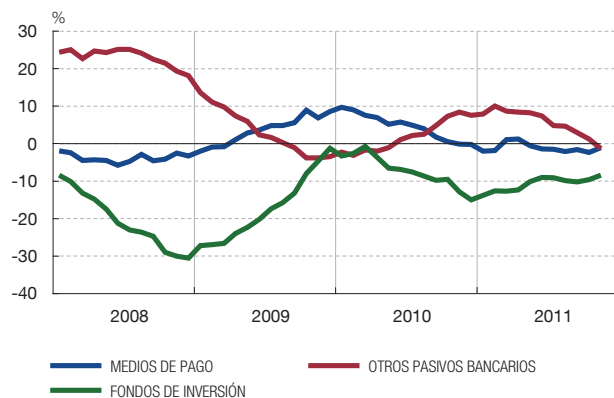
TIPOS DE INTERÉS (a)



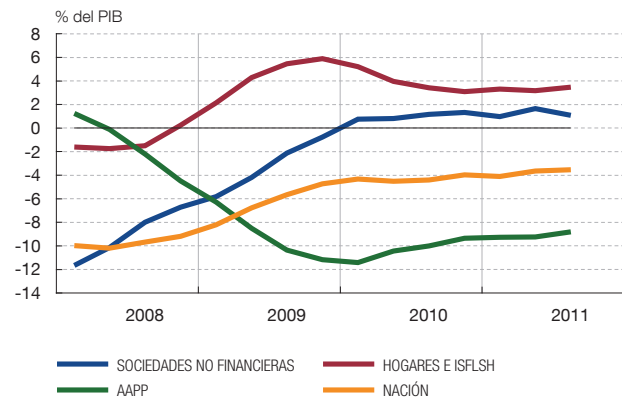
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

- a En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
- b Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- c Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d Datos acumulados de cuatro trimestres.

caer a partir del segundo trimestre, aunque el poder adquisitivo de las familias retrocedió debido al repunte de la inflación. Ante este comportamiento de las fuentes de renta y riqueza de las familias, el ahorro permitió, un año más, suavizar la pauta de consumo del sector, como ha venido ocurriendo desde 2009 (cuando alcanzó su máximo histórico: 18,5 % en promedio anual). En 2011 se produjo, por tanto, un nuevo descenso de la tasa de ahorro que se estima se pudo situar en el 11,8 % de la renta disponible, aproximándose a los niveles previos a la crisis.

La inversión residencial tampoco dio muestras de recuperación en los últimos meses del año, pudiéndose observar incluso una cierta intensificación en su ritmo de descenso en comparación con los trimestres precedentes. Se estima una tasa de descenso de la inversión residencial en 2011 en el entorno del 5 %, la mitad que la del año previo. En este entorno de debilidad del gasto y de endurecimiento en las condiciones financieras, la deuda de los hogares mostró tasas negativas, algo superiores a las observadas a finales del

tercer trimestre. El retroceso fue más acusado en relación con la financiación del consumo (-5 % en noviembre) que en la de adquisición de vivienda (-1,2 %).

En el ámbito de actuación de las empresas, el clima de deterioro de las perspectivas económicas, el debilitamiento de la cartera de pedidos exteriores y las difíciles condiciones de financiación afectaron negativamente a la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión, de modo que tanto la inversión en equipo como la que las sociedades no financieras realizan en otras construcciones retrocedieron en el cuarto trimestre. Para el conjunto del año se estima, no obstante, una tasa de variación positiva de la inversión productiva privada, siguiendo la trayectoria descendente a lo largo del año marcada por otros componentes de la demanda interna. En el caso de las sociedades no financieras, se mantuvo el ritmo de contracción de la deuda, que en noviembre se situó, en términos interanuales, en el 2,1 %.

Esta pauta de descenso de los recursos ajenos habría permitido sendas disminuciones en los ratios de endeudamiento de hogares y de empresas en 2011, que se habrían situado en septiembre en el 124 % de la RBD y en el 500 % en relación con el EBE y los ingresos financieros, respectivamente. En 2011 ambos sectores volvieron a mostrar capacidad de financiación, tal y como muestran los datos del tercer trimestre de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, del 2,8 % del PIB, en el caso de los hogares, y del 1,1 % del PIB, en el de las empresas no financieras, en datos acumulados de cuatro trimestres. La mejoría en estas variables de posición financiera del sector privado no financiero indica el avance que se está produciendo en el saneamiento de los balances de estos agentes, lo que constituye una condición necesaria para seguir avanzando en el necesario proceso de desapalancamiento financiero.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2011 con un déficit en torno al 8 % del PIB, de acuerdo con la estimación preliminar anunciada por el nuevo Gobierno. Por componentes, la información disponible hasta el tercer trimestre muestra que el gasto público del conjunto de AAPP acumulaba un descenso del 2 % interanual en los nueve primeros meses del año, no muy lejos de la tasa del -2,6 % marcada como objetivo para el conjunto del ejercicio, mientras que los ingresos públicos disminuyeron un 0,8 %, frente al aumento del 5,4 % que se había fijado como meta. Esta evolución parece indicar que la principal fuente de desviación en 2011 ha sido la recaudación de impuestos, que ha sido muy inferior a la prevista. Por agentes, de acuerdo con esa misma información, las desviaciones se produjeron en todos los niveles de las AAPP, si bien fue en las Comunidades Autónomas donde alcanzó una mayor magnitud.

El desbordamiento que han mostrado las cuentas públicas este año muestra la existencia de algunas debilidades en los procedimientos de seguimiento y control de la ejecución presupuestaria, a pesar de los esfuerzos acometidos para reforzar la transparencia en las cuentas de las CCAA, que se han de subsanar de forma inmediata con el desarrollo de la legislación que prevé la reforma constitucional adoptada y el reforzamiento del Pacto fiscal acordado en la UE.

Por lo que se refiere a los intercambios con el resto del mundo, la información disponible, todavía incompleta, indica que en los meses finales de 2011 la demanda exterior compensó parcialmente el efecto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, aunque con una aportación algo inferior a la de los trimestres precedentes debido a la desaceleración en los mercados de exportación. El sector exterior volvió a desempeñar, por tanto, en 2011, un papel decisivo para amortiguar los descensos en la actividad, estimándose

una contribución de 2 pp al crecimiento promedio del PIB en 2011. Detrás de este comportamiento subyace un notable dinamismo de las exportaciones de bienes, que crecieron por encima de los mercados de exportación, lo que propició un incremento en las cuotas correspondientes, así como la recuperación del turismo, que se benefició de los cambios en los flujos internacionales de turistas ante los problemas geopolíticos que surgieron en destinos alternativos del Norte de África y de Oriente Próximo. Este efecto se vio reforzado por la debilidad de las importaciones ante la atonía del gasto interno. El ajuste de costes y precios que han acometido en los últimos años tanto los productores de bienes comerciables como las empresas relacionadas con el sector turístico, y que reflejan los índices de competitividad-precio, está influyendo sin duda en estos buenos resultados, por lo que es preciso perseverar en las estrategias de compresión de costes y márgenes, diversificación de productos y mercados, y mejora de la calidad para consolidarlos de cara al futuro.

En el contexto descrito, las necesidades de financiación de la nación continuaron disminuyendo hasta el tercer trimestre de 2011, cuando se situaron en un nivel del 3,5 % del PIB, en tasa acumulada de cuatro trimestres. Tras el acusado ajuste que ha acumulado el déficit exterior en estos últimos años, la pauta de corrección empieza a dar señales de ralentización, a pesar de la notable mejora en el saldo de bienes y servicios, como consecuencia del freno que suponen el elevado contenido energético de las importaciones españolas y los pagos por rentas de inversión, dos de las principales vulnerabilidades que lastran la posición de España frente al resto del mundo.

El panorama de progresivo debilitamiento de gasto a lo largo de 2011 tuvo su reflejo en la oferta de la economía. Todas las ramas productivas participaron de esta trayectoria, cabiendo destacar el retroceso de la actividad manufacturera en los últimos meses, que se vio muy perjudicada por el deterioro de demanda exterior, y la agudización de las tendencias contractivas del sector de la construcción. Pero el aspecto más desfavorable desde la óptica de la oferta fue el comportamiento del mercado laboral, que, lejos de empezar a estabilizarse, como se había previsto a principios de año, acentuó el perfil de destrucción de empleo en la segunda mitad del ejercicio. Se estima un descenso del número de ocupados del 1,7 % en 2011, que se explica por la reducción del empleo en la economía de mercado (-2,2 %), ya que en el conjunto de las ramas de no mercado la ocupación mantuvo niveles similares a los del año previo (0,4 %), reflejando solo de manera gradual el efecto de las restricciones a la tasa de reposición del empleo público. Dada la evolución estimada de producto y del empleo, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo relativamente intenso (2,4 %), ligeramente inferior al del año previo, aunque con un perfil de mayor crecimiento en la segunda mitad del ejercicio.

Por último, los costes laborales prolongaron en el cuarto trimestre la tónica de los meses previos, con un comportamiento discrepante entre la remuneración de la economía de mercado, que registró avances de la remuneración por asalariado en el entorno del 1,4 %, y caídas en la de servicios de no mercado, que todavía reflejaría en alguna medida el impacto de los descensos instrumentados en los salarios públicos del año anterior. Tras el comportamiento de los costes laborales en el sector privado, que mostraron un crecimiento promedio del 1,5 % en 2011, frente al 0,2 % observado en 2010, se encuentran dos de las características del mecanismo de determinación de salarios que introducen mayor inercia en su evolución: de una parte, la traslación a los incrementos salariales de las subidas de precios de naturaleza fundamentalmente transitoria que se produjeron en los meses finales de 2010, como consecuencia de la presencia en un número muy elevado de

convenios colectivos de cláusulas de indicación, y, de otra, la elevada proporción de convenios plurianuales de ámbito sectorial, que dificulta su adaptación a los cambios cíclicos o a la situación específica de las empresas. En todo caso, los costes laborales unitarios registraron en 2011 un retroceso, por segundo año consecutivo, ayudados por los incrementos en la productividad observada, lo que permitió mejorar la posición relativa frente a los países de la UEM, trayectoria en la que también hay que perseverar para consolidar las ganancias de competitividad que se pueden generar por esta vía.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

La evolución económica y financiera global durante el último trimestre ha continuado marcada por la delicada situación por la que atraviesa el área del euro, que sigue siendo el principal foco de riesgo para la economía global. En este contexto, se apreció un aumento significativo de la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales y un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento, si bien el deterioro en los mercados y en los indicadores de actividad se ha moderado en las últimas semanas. En las economías avanzadas se ha apreciado un comportamiento diferenciado, con algunas señales favorables en Estados Unidos, que alejan la posibilidad de una recaída, y un panorama más preocupante en el Reino Unido y en Japón. En las emergentes ha predominado un patrón de desaceleración controlada, si bien con la aparición de algunos focos problemáticos (Turquía y Hungría) y unas perspectivas más sombrías en el caso de Europa del Este, por su mayor vinculación con el área del euro (véase recuadro 1). Por otro lado, la inflación se ha moderado en las economías desarrolladas, con carácter general, y en algunas áreas emergentes. En este contexto, la política monetaria ha continuado con un tono extraordinariamente expansivo en las economías avanzadas, en las que se han implementando las medidas no convencionales anunciadas en los meses precedentes, no siendo, además, descartables estímulos adicionales si persiste la atonía de la actividad. En las regiones emergentes, la disminución de las presiones inflacionistas ha mitigado el dilema de política monetaria al que se enfrentaban, de modo que en algunos países se ha iniciado el ciclo de relajación monetaria. En el terreno fiscal, lo más destacable ha sido el anuncio del retraso en la consolidación presupuestaria en el Reino Unido y la prórroga durante los meses de enero y febrero de las rebajas de las cotizaciones sociales y de la extensión de las prestaciones por desempleo en Estados Unidos.

Durante el último trimestre, la evolución de los mercados financieros continuó severamente afectada por la prolongación de la crisis soberana en la zona del euro, si bien en las últimas semanas se ha visto aliviada por la publicación de diversos indicadores macroeconómicos menos desfavorables de lo esperado, sobre todo en Estados Unidos, así como por diversas medidas de bancos centrales (subastas de liquidez ilimitada del BCE y acción coordinada para reducir en 50 pb el precio de los *swaps* en dólares). En este contexto, se apreciaron una estabilización de algunos mercados bursátiles de los países desarrollados (Estados Unidos y Reino Unido) y una cierta reducción de la volatilidad. Asimismo, cabe destacar que el bono a diez años de Estados Unidos cotizó durante todo el período en un rango estrecho en torno al 2 %, en parte como resultado de movimientos de huida hacia la calidad. En los mercados cambiarios el dólar también actuó como activo refugio y se apreció frente a las principales monedas, tanto desarrolladas como emergentes. En particular, frente al euro se apreció en más de un 10 %, hasta niveles de 1,26 dólares por euro. Por otra parte, persisten las elevadas tensiones en la financiación mayorista bancaria en las principales monedas. En los mercados emergentes se observó un comportamiento heterogéneo por regiones durante el trimestre, con deterioros de las bolsas, los diferenciales soberanos y los indicadores de riesgo, moderados en Asia y más acusados en Europa del Este. En América Latina, las caídas de las bolsas y el incremento de los indicadores de riesgo de crédito fueron reducidos. Las salidas de capitales, tanto de bolsa como de deuda, fueron muy intensas entre mediados de noviembre y mediados de diciembre. Por su parte, los precios de las materias primas han mostrado un comportamiento divergente a lo largo del trimestre. Por un lado, los precios de metales y alimentos han disminuido debido a la desaceleración de la actividad económica. Por otro lado, el precio del petróleo se ha mantenido en una banda entre los 105-115 dólares por barril de Brent.

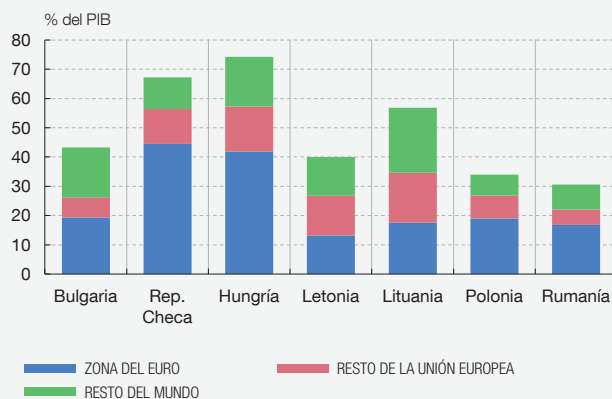
Los nuevos Estados miembros (NEM) de la UE¹ se han beneficiado en la última década de un mayor grado de integración comercial y financiera con el resto de países de la Unión, que les ha permitido avanzar en su proceso de convergencia real. Esta mayor integración ha repercutido en una mejora de sus condiciones económicas, aunque también les ha hecho más vulnerables a las perturbaciones originadas en el exterior, como se ha puesto de manifiesto en los recientes períodos de tensiones financieras. En particular, desde agosto de 2011 la agudización de la crisis de deuda soberana en el área del euro ha provocado un creciente deterioro en los mercados financieros de la región, mientras que el comercio exterior de estos países está experimentando los efectos ne-

gativos de la caída de la actividad en la eurozona. Por otra parte, la frágil situación de las entidades financieras del área podría contribuir a reducir la exposición de sus filiales establecidas en la Europa emergente, con las consiguientes repercusiones adversas en estas economías. El presente recuadro analiza la dependencia comercial y financiera de los nuevos Estados miembros respecto del área del euro, apuntando a los riesgos más evidentes que se derivan de esa integración.

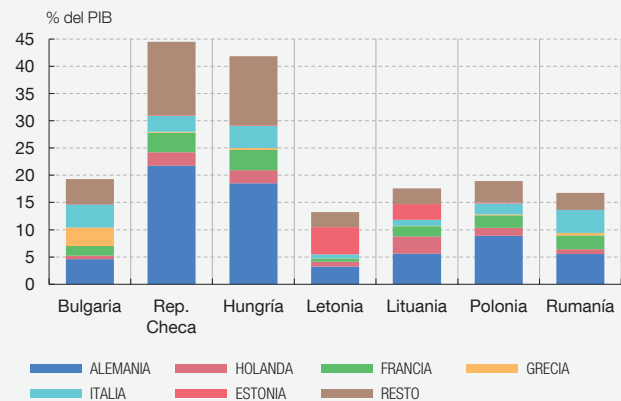
El proceso de desarrollo de los NEM en los años previos a la crisis se asentó, entre otros factores, en la afluencia creciente de capital extranjero, que llevaba asociada una transferencia de tecnología y conocimiento empresarial, lo que mejoró notablemente su capacidad y calidad productiva y, por tanto, su potencial económico y exportador. La cuota de exportación de los nuevos miembros en los mercados mundiales aumentó muy significativamente entre

1 En este recuadro se analizan aquellos países que todavía no han adoptado el euro (Polonia, Hungría, República Checa, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía).

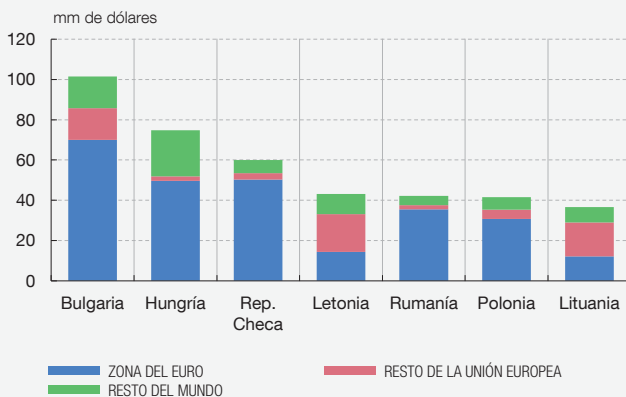
1 EXPORTACIONES DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS EN 2010



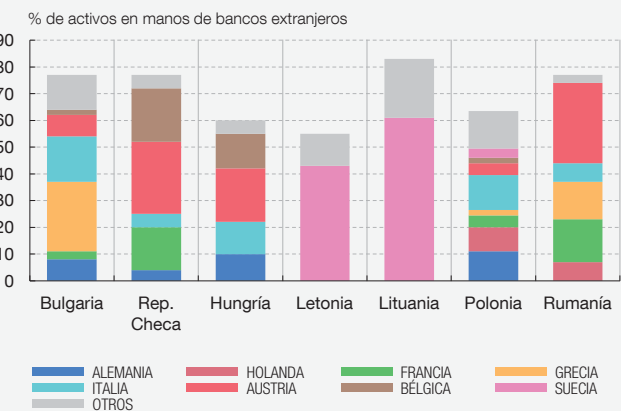
2 EXPORTACIONES DE LOS NEM AL ÁREA DEL EURO EN 2010



3 STOCK DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA POR ORIGEN EN 2009 (a)



4 EXPOSICIÓN DE LA BANCA EUROPEA A LOS PAÍSES DEL ESTE



FUENTES: Eurostat y Fitch.

a No se incluyen operaciones realizadas por *Special Purpose Entities* (SPE), que son muy relevantes en el caso de Hungría.

AL ÁREA DEL EURO (cont.)

2000 y 2010, en contraste con el retroceso que experimentaron las cuotas de exportación de las economías desarrolladas en ese mismo período. En paralelo, sus importaciones también mostraron un comportamiento muy expansivo, en consonancia con sus crecientes necesidades de inversión y con el crecimiento de algunas industrias, como la del automóvil, intensivas en consumos intermedios importados. En consecuencia, el grado de apertura de estas economías —medido como la suma de las exportaciones e importaciones en porcentaje del PIB— se elevó a lo largo de la década, superando el 69 % del PIB en todos los países y sobrepasando el 120 % en Hungría, República Checa y Lituania, con datos del año 2010.

La expansión del comercio exterior en la región se basó, fundamentalmente, en el fortalecimiento de sus vínculos comerciales con los países del área del euro. En el gráfico 1 se observa cómo en 2010 más de la mitad de las exportaciones de estas economías —con excepción de Letonia, Lituania y Bulgaria— iban destinadas a los países de la eurozona. Esta cifra se explica, sobre todo, por los fuertes vínculos comerciales con Alemania, país que recibió el 44 % de las exportaciones totales de la región al área del euro. Entre los nuevos Estados miembros, la República Checa y Hungría tienen la mayor exposición comercial al área del euro, ya que sus exportaciones a esta área representaron más del 40 % del PIB en 2010 —en torno a la mitad se destinó a Alemania—, mientras que en los restantes países fueron inferiores al 20 % del PIB (véase gráfico 2).

La creciente integración comercial y la transformación económica de los nuevos miembros han estado asociadas a una intensa afluencia de inversiones directas, procedentes en su mayor parte del área del euro, impulsadas por el potencial de desarrollo económico de la región. El *stock* acumulado de inversión directa superaba el 60 % del PIB en Bulgaria, República Checa y Hungría a finales de 2009, mientras que en los restantes países se situaba entre el 36 % y el 43 %. El área del euro predomina claramente como origen de las inversiones —más del 70 % del *stock*, excepto en Letonia y Lituania— (véase gráfico 3). Un aspecto específico de este proceso es la elevada presencia de la banca extranjera, que ha propiciado una profunda reestructuración del sistema bancario de estos países. Fruto de ello, en 2010, entre el 55 % y el 85 % de los activos del sector bancario en estos países pertenecía a filiales y sucursales extranjeras, casi todas de la UE (véase gráfico 4). En términos de procedencia, destaca la elevada presencia de filiales de bancos de Austria, Italia, Grecia y, en menor medida, de Alemania y Francia; en Letonia y Lituania, los bancos suecos poseen más de la mitad de los activos bancarios.

La fuerte penetración de la banca de la UE en los nuevos miembros se considera muy beneficiosa para estas economías, porque se presume la existencia de un interés estratégico de largo plazo en la región por parte de los bancos de las economías avanzadas, que garantiza la continuidad de la financiación de las filiales por sus bancos matrices. En línea con esta presunción, la denominada

«Iniciativa de Viena²» promovió un acuerdo para mantener la exposición de los bancos matrices en la región, en enero de 2009, evitando así una fuga de capitales y el desencadenamiento de posibles crisis bancarias y cambiarias en la Europa emergente. No obstante, la reciente intensificación de las presiones financieras en los bancos de la eurozona ha suscitado un debate sobre los posibles efectos adversos de la exposición financiera de estos países, con tres factores de riesgo.

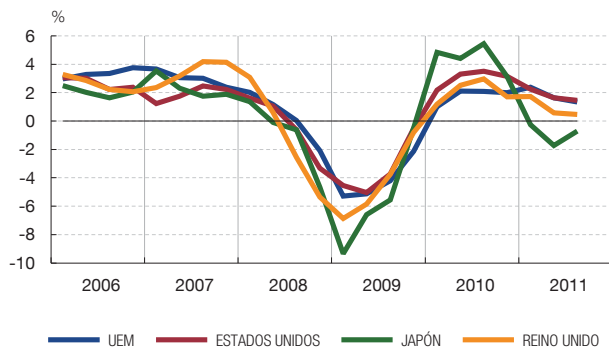
En primer lugar, el riesgo de desapalancamiento de los bancos matrices, en el contexto de la crisis de la eurozona —que ha dificultado la financiación mayorista de muchas entidades—, y el requerimiento de reforzar los colchones de capital tendrían repercusiones macroeconómicas desfavorables para la región. Austria ha sido el primer país del área del euro en anunciar restricciones a la concesión de crédito sobre ciertos límites a los países de Europa del Este, con el objetivo de evitar una exposición considerada excesiva. Adicionalmente, otras entidades bancarias del área del euro han reconocido que están revisando sus planes de refinanciación local para evaluar en qué países invertir.

En segundo lugar, la acentuación de los problemas que se derivarían del contagio a través del canal crediticio bancario común: en la medida en que las instituciones prestamistas operen en varios países, la materialización del riesgo de crédito en un país podría provocar una reevaluación del riesgo para toda la región. Este canal puede ser importante para los países del sudeste de la UE, con fuerte exposición a bancos italianos, austríacos y griegos, que tienen múltiples filiales en diversos países de la región.

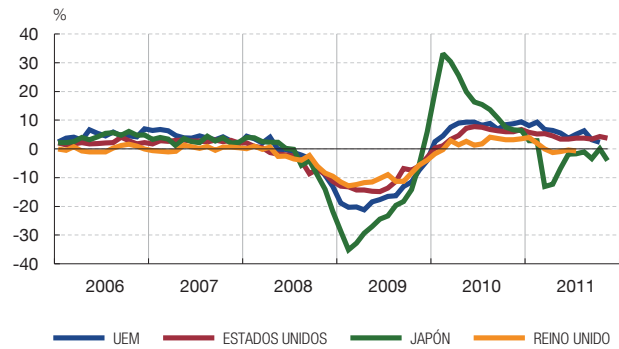
Por último, la asimetría en la exposición financiera entre bancos matrices y filiales. La exposición de las instituciones extranjeras a los países receptores de flujos financieros (es decir, la fracción de su cartera de inversiones o préstamos destinada a esos países) suele ser muy inferior al porcentaje que estos flujos financieros suponen para el país receptor sobre el total de sus pasivos. Por tanto, pequeños cambios en la política de préstamo desde el punto de vista del banco matriz pueden tener un gran impacto en la estabilidad macroeconómica y financiera del país donde reside la filial —incluyendo correcciones súbitas en los tipos de cambio, con importantes efectos riqueza y de composición de balance—. Esta asimetría expone, principalmente, a los pequeños países receptores al riesgo de un fuerte recorte en la provisión de crédito, incluso en el caso de una desaceleración moderada del crédito por parte de las instituciones matrices.

2 Se trata de una iniciativa de coordinación bancaria europea, cuyo objetivo fue establecer un marco de coordinación voluntario para analizar y resolver las crisis del sector financiero en los países de la Europa emergente —pertenecientes o no a la UE— que empezaban a tener graves dificultades de financiación. Esta iniciativa, liderada por el FMI, el Banco Europeo para la Reconstrucción y Desarrollo (BERD) y el Ministerio de Finanzas de Austria, logró involucrar a los sectores público y privado, estableciéndose así cuatro grupos de participantes: i) los organismos financieros internacionales [FMI, Banco Europeo de Inversión (BEI), Banco Mundial y BERD]; ii) las instituciones europeas (la Comisión Europea y el BCE como observador); iii) los bancos centrales, Gobiernos y autoridades supervisoras tanto de los países de origen de los principales grupos bancarios como de los países emergentes europeos más afectados por la crisis, y iv) los principales grupos bancarios internacionales con intereses en la región.

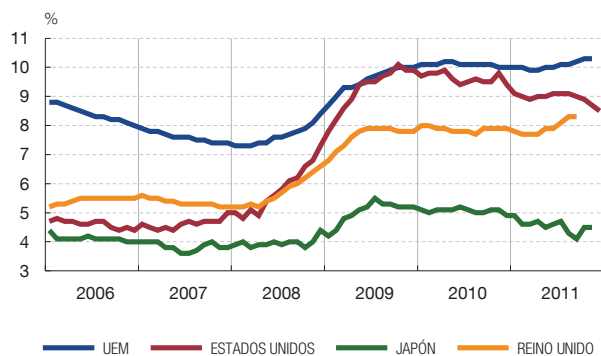
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



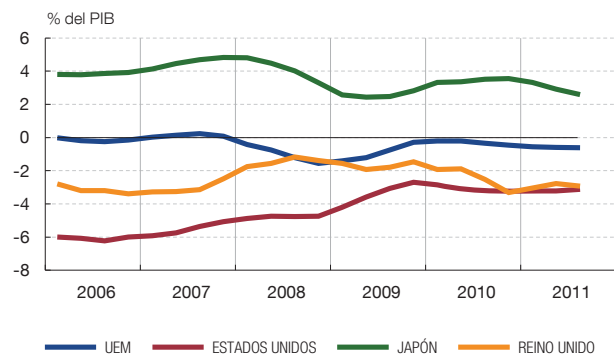
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

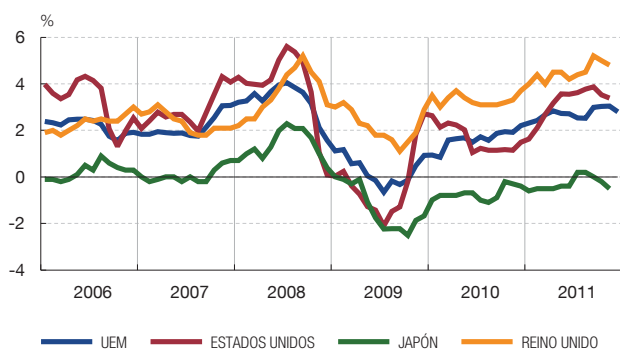


FUENTES: Datastream y Banco de España.

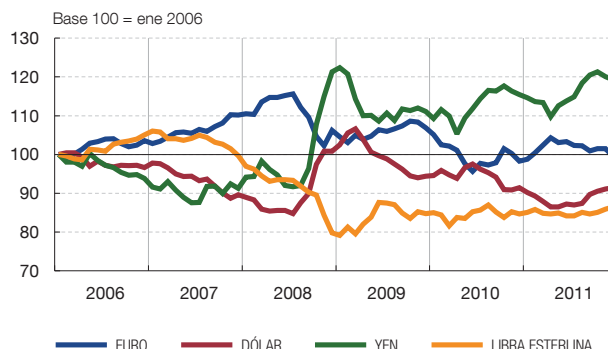
a Porcentaje de la población activa.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1,8 %, apoyado en el consumo privado, la inversión fija no residencial y las exportaciones netas. Los indicadores más recientes ofrecen un panorama algo más favorable, aunque todos siguen sugiriendo una recuperación moderada. La producción industrial y la utilización de la capacidad productiva se han debilitado hacia el final del trimestre, al igual que la confianza empresarial, si bien continúan apuntando a un crecimiento modesto. En paralelo, las ventas al por menor aumentaron débilmente en diciembre, aunque la confianza de los consumidores ha seguido mejorando. Por su parte, en el mercado laboral se ha apreciado una cierta aceleración del ritmo de creación neta de empleo, aunque sigue siendo reducido en relación con anteriores episodios de recuperación, y la tasa de paro se ha reducido en cinco décimas en el trimestre (hasta el 8,5 %). Como notas más negativas, el crecimiento de los salarios está muy por debajo de la inflación y la tasa de participación se mantiene en niveles reducidos. Las viviendas iniciadas y las ventas de viviendas han mostrado señales marginalmente más positivas, si bien las series se mantienen en mínimos históricos y continúan el ajuste a la baja de los precios y unas condiciones crediticias restrictivas. Por su parte, la inflación medida por el IPC alcanzó en noviembre un 3,4 % en tasa interanual, mientras que la tasa subyacente se situó en el 2,2 %. En este contexto de fragilidad económica y financiera, la Reserva Federal mantuvo el tono expansivo de su política monetaria sin cambios y ha anunciado modificaciones en su política de comunicación, con la publicación de previsiones de tipos de interés desde su reunión de enero.

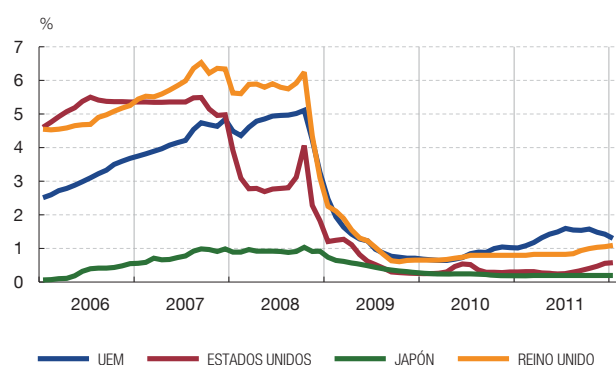
PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



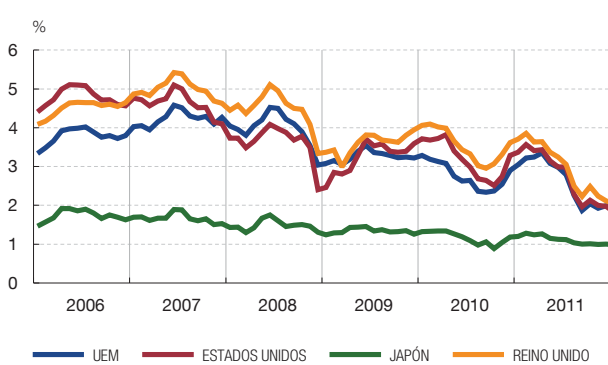
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



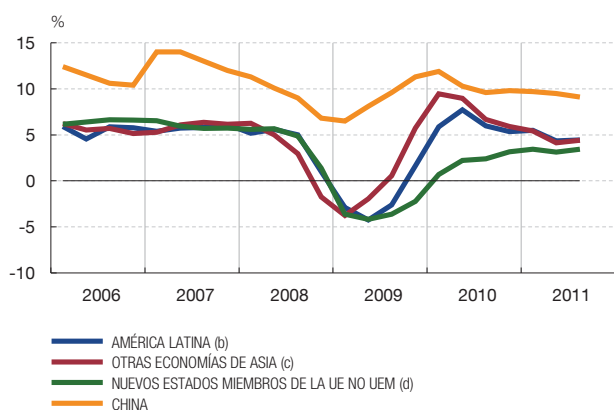
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

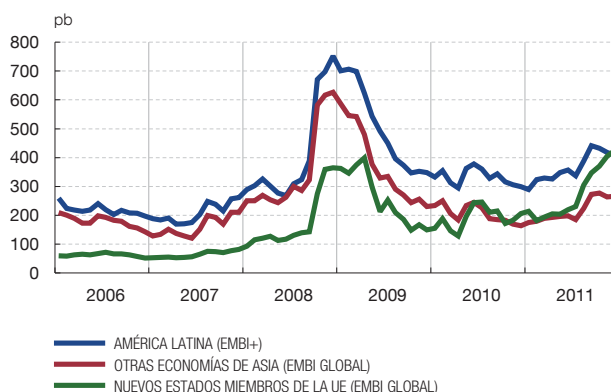
En Japón, el PIB se expandió un 1,4 % trimestral (-0,7 % interanual) en el tercer trimestre, impulsado por el repunte de las exportaciones y el empuje de la demanda interna privada. Sin embargo, los indicadores del cuarto trimestre apuntan a un notable deterioro de la actividad, mayor en el caso del sector manufacturero, ligado a las exportaciones, que se ha visto afectado por el debilitamiento del entorno exterior y la persistente fortaleza del yen, así como por las inundaciones en Tailandia. Por el lado de la demanda, el consumo se debilitó en los últimos meses, al agotarse los efectos temporales que lo habían impulsado en meses anteriores. La balanza comercial mantuvo un saldo deficitario durante el trimestre, debido a la contracción de las exportaciones y a la persistente fortaleza de las importaciones. En el mercado laboral, la tasa de paro se mantuvo en noviembre en el 4,5 %, observándose una débil recuperación del empleo y de la población activa. Por su parte, el IPC general retornó a terreno deflacionario (-0,5 % interanual en noviembre) y la tasa subyacente acentuó su ritmo de caída. En este entorno, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 % y su programa de compra de activos. Además, las autoridades japonesas intervinieron en los mercados cambiarios para evitar la apreciación del yen, por un monto estimado de 7,7 billones de yenes (1,6 % del PIB).

En el Reino Unido, el PIB creció un 0,6 % trimestral (0,5 % interanual) en el tercer trimestre, apoyado en la variación de existencias y, en menor medida, en la formación bruta de capital fijo. Los indicadores del cuarto trimestre muestran un tono general de notable debilidad

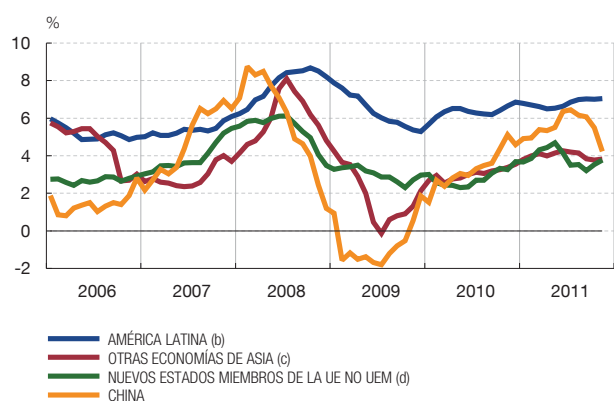
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



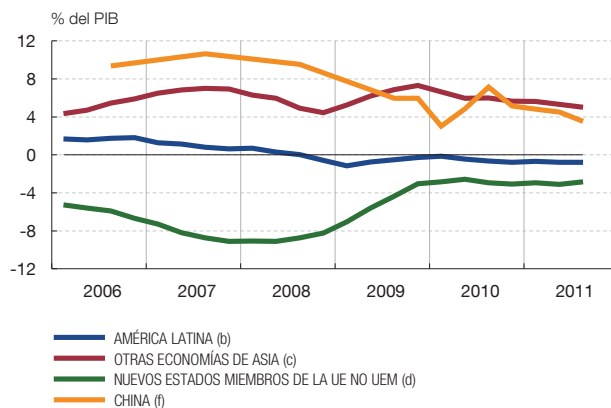
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream, Banco de España, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.

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

de la actividad, anticipándose una leve contracción del sector manufacturero. Las ventas minoristas muestran un crecimiento positivo hasta noviembre, pese al deterioro de la confianza del consumidor y del mercado laboral, donde la tasa de paro aumentó hasta el 8,4 % en noviembre. La inflación se ha moderado en 1 pp desde el pico de septiembre, hasta el 4,2 % en diciembre, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el entorno del 3 %. El Banco de Inglaterra siguió implementando durante el trimestre su programa de compras de deuda pública por un importe de 75 mm de libras, a completar en febrero, que supondrá en torno al 60 % de las emisiones netas del Tesoro en el período. Además, en noviembre el Gobierno retrasó dos años del cumplimiento del objetivo de eliminación del déficit estructural, hasta el ejercicio 2016-2017.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció en promedio un 3,4 % interanual en el tercer trimestre, frente al 3,1 % del segundo, pero se aprecian signos de moderación en la producción industrial y en las exportaciones del

cuarto trimestre. A lo largo de este, la inflación tuvo un comportamiento mixto por países, si bien la tasa agregada aumentó en cuatro décimas, de septiembre a diciembre, situándose en el 3,7 % interanual, debido al alza de los precios en Polonia y Hungría, a la que ha contribuido la marcada depreciación de sus monedas en los últimos meses. En el ámbito de la política monetaria, el comportamiento fue heterogéneo: en Rumanía, el tipo de interés oficial se ha reducido un total de 50 pb, situándose en el 5,75 %, ante la notable disminución de la inflación y la debilidad del entorno exterior, mientras que en Hungría se ha elevado en 100 pb, hasta el 7 %, a raíz del severo deterioro de su situación financiera, que ha llevado al Gobierno a solicitar nueva ayuda financiera al FMI y a la UE.

En China, el PIB creció un 8,9 % interanual en el cuarto trimestre (9,1 % en el previo), prosiguiendo de este modo la senda de suave moderación del ritmo de expansión de la actividad, que sigue apoyándose en la fortaleza de la demanda interna. Sin embargo, la demanda externa se ha ajustado con fuerza a lo largo del trimestre, especialmente la procedente de Europa. Por otro lado, la inflación está disminuyendo de forma rápida, situándose en el 4,1 % en diciembre, desde un promedio del 6,2 % en el tercer trimestre. En este contexto, el tono de la política monetaria se ha desplazado paulatinamente desde el control de las expectativas de inflación hacia el apoyo al crecimiento, con una reducción del coeficiente de reservas bancarias en 50 pb en diciembre (quedando en el 21 % para los grandes bancos comerciales). En el resto de Asia emergente, el crecimiento interanual de la región se redujo ligeramente en el tercer trimestre, hasta el 5,6 %, por la moderación en India y en Hong Kong. En el cuarto trimestre, parece que la actividad se debilitó gradualmente en la mayoría de países de la región, aunque con diferente intensidad, destacando la ralentización de la economía india como resultado, en parte, del efecto acumulado de las subidas de tipos oficiales. Por su parte, la inflación interanual se redujo en el cuarto trimestre en la mayoría de los países. En este contexto, en el último trimestre de 2011 se percibió de forma nítida el cambio de tono de las políticas monetarias, plasmado en reducciones de los tipos de interés oficiales en Indonesia y Tailandia y en el cese del ciclo de subidas en el resto de la región.

En América Latina, el PIB registró un avance del 0,8 % intertrimestral en el tercer trimestre, frente al 1,1 % del segundo, lo que dejó la tasa interanual en el 4,4 %, una décima más que en el período de abril a junio. Esta aceleración esconde, no obstante, una evolución dispar entre países, con Brasil registrando un crecimiento nulo y Colombia presentando una notable aceleración. La demanda interna mantuvo una elevada aportación al crecimiento, en parte por la evolución de la variación de existencias, mientras que la contribución negativa de la demanda externa aumentó ligeramente. Los primeros indicadores referidos al cuarto trimestre apuntan a una desaceleración adicional de la actividad y a un deterioro de las balanzas comerciales en la mayoría de los países, propiciado por un descenso de las exportaciones. Por otro lado, la inflación ascendió una décima durante el trimestre, hasta situarse en el 7,1 % en diciembre. Chile y Perú desbordaron sus objetivos de inflación, al contrario que Brasil, México y Colombia, aunque sus tasas de inflación están en el rango alto de los intervalos de objetivos. En todos los casos, las tasas subyacentes fueron inferiores, apuntando a que la inflación relativamente elevada obedece en gran medida a factores temporales. En cualquier caso, los tipos de interés oficiales se redujeron en Chile —en 25 pb, iniciándose así el ciclo de relajación monetaria— y en Brasil —dos nuevas bajadas de 50 pb, tras las adoptadas en las dos reuniones precedentes— y se elevaron en Colombia —en 25 pb, retomando así el ciclo de subidas que el banco central interrumpió el pasado mes de julio—.

En el cuarto trimestre de 2011 se mantuvo el clima de inestabilidad financiera y de elevada volatilidad en los precios de los activos —que viene afectando a la zona del euro con especial intensidad desde el verano—, sin que se despejara la preocupante dinámica de retroalimentación entre riesgo soberano, riesgo bancario y pérdida de impulso económico en que se encuentra sumida el área en la actualidad. La prolongación de las tensiones en los mercados de deuda soberana, que acarrió a mediados de enero una revisión de la calidad crediticia de los bonos públicos en un amplio número de países de la zona del euro, y las dificultades de acceso de la banca a la financiación en los mercados mayoristas están complicando el proceso de desapalancamiento y recapitalización que afronta el sistema bancario en una situación —ya de por sí difícil— de debilidad de la actividad económica (véase recuadro 2).

La información más reciente procedente de indicadores de coyuntura sugiere un retroceso de la actividad en el área del euro en el cuarto trimestre del año, después del modesto crecimiento de los meses de verano, tal como avanzan la mayor parte de las predicciones disponibles. Más a medio plazo, el deterioro de la confianza de empresas y familias, el endurecimiento de las condiciones de financiación, los efectos a corto plazo de los procesos de consolidación fiscal en marcha y las revisiones a la baja de la demanda exterior han llevado al BCE y a otros organismos internacionales y analistas privados a recortar sus perspectivas de crecimiento para la zona del euro, llegando incluso en algunos casos a estimar un crecimiento negativo para 2012. Además, este escenario continúa estando sujeto a un elevado grado de incertidumbre, con un predominio de riesgos a la baja sobre la actividad económica, relacionados en gran medida con la prolongación en el tiempo de las tensiones financieras y, en particular, con la posibilidad de que el ajuste necesario de los balances bancarios termine recayendo sobre la oferta de préstamos al sector privado residente, lo que dañaría la recuperación económica.

El Consejo de Gobierno del BCE, considerando que era improbable que pudieran surgir tensiones inflacionistas de precios y salarios en el actual contexto de debilidad económica, adoptó una serie de medidas dirigidas a mantener la orientación expansiva de la política monetaria, restaurar el funcionamiento del mecanismo de transmisión y minimizar los riesgos que se derivan de las dificultades para el acceso a la financiación de los bancos. Así, por un lado, se redujeron en dos ocasiones durante el trimestre los tipos de interés, hasta situarlos en el 1 %. Por otro, se aprobaron medidas adicionales de carácter no convencional de apoyo a la oferta de crédito a empresas no financieras y familias, que incluyeron la ampliación temporal de la lista de activos de garantía, la reducción del coeficiente de caja hasta el 1 % (desde el 2 % anterior) y, singularmente, la provisión de liquidez a muy largo plazo (tres años) mediante la realización de dos subastas con adjudicación plena y tipo fijo indexado a la media de los tipos de las operaciones principales de financiación durante la vida de los préstamos.

Por su parte, en su reunión de principios de diciembre los jefes de Estado y de Gobierno de la UEM continuaron profundizando en el proceso de revisión de la gobernanza del área, que está en marcha desde el comienzo de la crisis. Así, con el propósito de potenciar los mecanismos de resolución de crisis disponibles, se adelantó a mediados de 2012

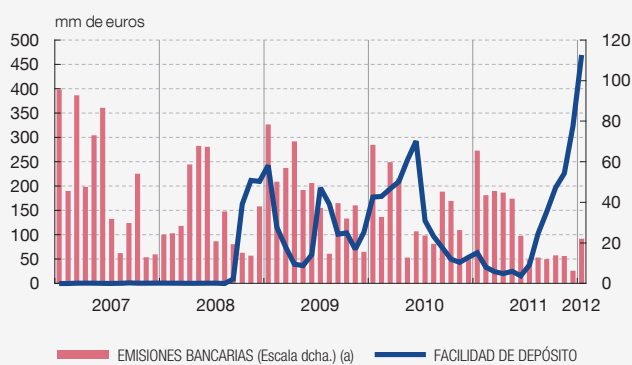
La crisis de la deuda soberana que afecta al área del euro se prolongó a lo largo del cuarto trimestre del año y principios de 2012, de manera que las primas de riesgo de crédito y la volatilidad de los precios de los activos financieros (incluidos los bonos públicos) se mantuvieron en niveles muy elevados (gráfico 1). Al mismo tiempo, los inversores internacionales siguieron cuestionando la

solidez del sector bancario del área, lo que se tradujo en dificultades crecientes para financiarse en los mercados, en un contexto en el que la capacidad de los Gobiernos del área para apoyar financieramente al sector —tal como se hizo en otoño de 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers— se ha visto muy mermada por la acción de la propia crisis de deuda soberana. Por otra parte, el

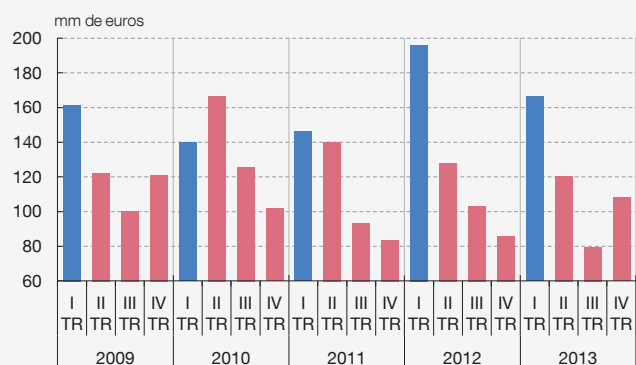
1 VOLATILIDAD IMPLÍCITA



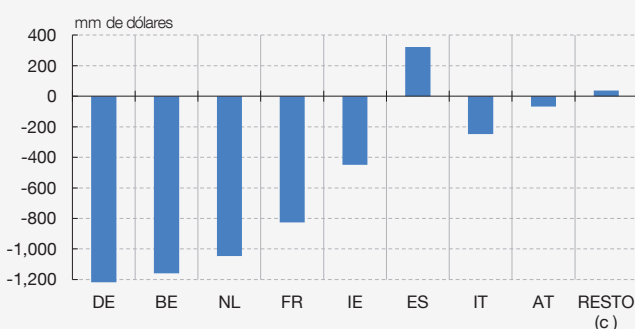
2 FINANCIACIÓN Y UTILIZACIÓN DE LA FACILIDAD DE DEPÓSITO DEL BCE



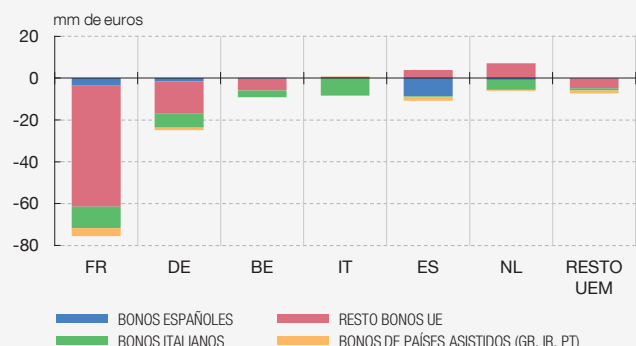
3 VOLUMEN DE VENCIMIENTOS DE DEUDA BANCARIA



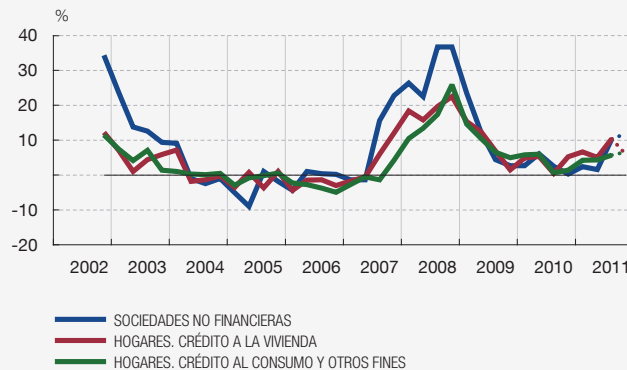
4 ACTIVOS BANCARIOS EXTERIORES. VARIACIÓN MARZO 2008 A JUNIO 2011



5 EXPOSICIÓN SOBERANA DE LA BANCA. VARIACIÓN DE 2011 HASTA SEPTIEMBRE (b)



6 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS. VARIACIONES DE LA OFERTA. UEM



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea, Banco de Pagos Internacionales, Bloomberg, Dealogic, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Emisiones brutas de bonos a medio y largo plazo. Excluye *covered bonds*.
- b Bancos participantes en el ejercicio de recapitalización de la EBA.
- c Incluye FI, GR, PT.

bloqueo de los mercados interbancarios y las dificultades de las entidades para emitir deuda (véase gráfico 2) han alentado el uso creciente de operaciones de préstamo con garantía a través de cámaras de contrapartida central y, particularmente, de la financiación del Eurosistema.

Estas circunstancias se producen, además, en un momento en el que la banca tiene que refinanciar un volumen de deuda elevado, compitiendo con la demanda de fondos por parte del sector público. Los vencimientos de bonos del sector bancario son próximos a los 200 mm de euros en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 3). En el conjunto del año, la deuda que se ha de refinanciar asciende a más de 500 mm de euros, lo que en promedio representa en torno al 1,5 % del total de activos de la banca.

Conjuntamente con la estrecha conexión de la crisis soberana con los problemas de financiación de la banca en la zona del euro, las presiones sobre las entidades cobraron mayor fuerza en la segunda parte de 2011 por la interacción de otros elementos. Por un lado, la revisión a la baja y los riesgos que rodean a las perspectivas macroeconómicas suponen un deterioro de las expectativas de beneficios y de mejora de la situación patrimonial del sistema financiero. Asimismo, en el contexto del *paquete bancario* acordado por los jefes de Estado y de Gobierno de la UE en octubre, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) estableció de forma temporal unas exigencias de capital excepcionalmente más estrictas. Concretamente, las entidades deben elevar sus ratios de capital (*Core Tier 1*) hasta el 9 % y construir un colchón adicional de recursos propios frente a las exposiciones de deuda soberana europea. Estos requisitos temporales, junto con la adaptación de la banca a la Directiva de Requerimientos de Capital denominada CRD3, suponen —según los cálculos de la EBA— unas necesidades de capital globales de alrededor de 115 mm de euros, que deben satisfacerse, como tarde, el 30 de junio de 2012. Esta cantidad incluye 30 mm de euros de capital para los bancos griegos, volumen contemplado en el programa UE/FMI de asistencia financiera al país. Excluyendo a la banca griega, los requisitos temporales de recursos propios frente a la cartera de deuda pública europea, a partir de su valoración de mercado a finales de septiembre de 2011, ascienden a casi 40 mm de euros.

La respuesta del sector bancario a las crecientes dificultades ha sido acelerar el proceso de desapalancamiento en que se halla inmerso. Así, por ejemplo, según datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS), la banca de los países de la zona del euro ha reducido sus activos exteriores cerca de un 30 % desde marzo de 2008 (gráfico 4). En relación con el tamaño de su exposición exterior, los sectores bancarios belga, holandés e irlandés son los que han realizado las reducciones más intensas. Más recientemente, se ha observado también una reducción de las posiciones acree-

doras de la banca frente a los emisores soberanos (gráfico 5). Los bancos participantes en los ejercicios de recapitalización y en las pruebas de resistencia de la EBA redujeron su exposición soberana europea en unos 170 mm de euros durante los primeros nueve meses de 2011, hasta situarla en algo más de 1.550 mm de euros. Como se muestra en el gráfico, los bancos franceses redujeron en mayor medida su exposición (más de 75 mm de euros), lo que supone en torno al 28 % del total. Las ventas en el caso de la banca alemana fueron de unos 24 mm de euros, lo que representa casi el 6 % del total invertido en deuda pública.

Finalmente, en lo que respecta a la financiación a las empresas no financieras y a las familias en el área del euro, la compleja situación que afecta al sector bancario ha incrementado los riesgos de que el proceso de reestructuración y recapitalización en marcha pueda interferir en su capacidad para intermediar fondos entre los ahorradores y prestatarios privados, lo que tendría efectos perjudiciales para la recuperación económica y, por esta vía, sobre la propia situación patrimonial de la banca. Como se muestra en el último gráfico, los datos de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) del tercer trimestre apuntaron un sustancial endurecimiento adicional de las condiciones de oferta de crédito, que previsiblemente se intensificará en la última parte del año. No obstante, resulta prematuro relacionar este hecho con la desaceleración reciente en las tasas de crecimiento del crédito a empresas no financieras y familias, ya que, de acuerdo con la EPB, la demanda de fondos se contrajo también en el período.

A la luz de los riesgos crecientes, las autoridades europeas han adoptado una serie de medidas en el ámbito de sus respectivas competencias, con el objetivo de que el proceso de desapalancamiento en marcha se lleve a cabo de la forma más ordenada posible, tratando de minimizar así la probabilidad de que se produzca una contracción en la oferta de crédito. De este modo, el BCE ha mantenido una política generosa de provisión de liquidez, asegurando el acceso de los bancos a la financiación del Eurosistema mediante la prolongación de las medidas no convencionales que, tal como se describe con más detalle en el texto principal, se han reforzado de forma singular en diciembre con la introducción de dos operaciones de financiación a muy largo plazo, la ampliación del colateral aceptado en las operaciones de política monetaria y la reducción del coeficiente de caja. Por su parte, la Comisión Europea prorrogó y actualizó el marco regulatorio especial por el que, desde 2008, se rigen las ayudas públicas al sistema bancario en forma de recapitalización, saneamiento de activos deteriorados y garantías sobre emisiones bancarias. Finalmente, la EBA ha publicado una serie de recomendaciones dirigidas a los supervisores nacionales para que la consecución de las nuevas ratios de capital no se realice a través de reducción del activo de los balances bancarios.

la entrada en vigor del Mecanismo de Estabilidad Financiera y se inició una revisión de su capacidad de financiación, que tendrá que estar concluida en marzo. Además, se acordaron los principales elementos de un nuevo pacto fiscal, que ha de suponer avances adicionales en la coordinación de las políticas fiscales respecto a la reforma de la gobernanza aprobada en octubre de 2011. El pacto, cuya redacción final ha de estar lista para ser ratificada en la reunión de marzo a más tardar, trata de reforzar los instrumentos de prevención mediante la introducción de límites a los déficits públicos en los marcos fiscales de cada Estado miembro de la zona del euro, cuya traslación legal será supervisada por los tribunales de justicia europeos y que contará con mecanismos de ajuste que se activarán de manera automática en caso de desviaciones. También se introducirá mayor automatismo en la aplicación de las sanciones contempladas en caso de déficit excesivo (véase recuadro 3).

Además de los avances necesarios hacia una mejor coordinación de políticas y hacia una mayor disciplina fiscal, el desarrollo de la crisis ha hecho evidente la necesidad de adoptar medidas destinadas a que la economía de la zona del euro recupere una senda de crecimiento sostenida. En esta línea, el pasado 23 de noviembre la Comisión Europea publicó el Informe Anual de Crecimiento de 2012, que contiene una hoja de ruta para las políticas presupuestaria y de reformas estructurales de los países de la UE en los próximos meses, y cuya evaluación y seguimiento tendrán lugar en el marco del segundo Semestre Europeo. Entre las prioridades que los países deberán tener en cuenta a la hora de establecer sus programas nacionales de reforma y sus programas presupuestarios destacan el diseño de planes de consolidación fiscal que sean compatibles con progresos en el crecimiento de la actividad, el avance en el proceso de saneamiento del sistema financiero, el impulso de la competencia en los mercados de servicios y en las industrias de red, una mayor eficiencia en las Administraciones Públicas, la revisión de los sistemas de negociación colectiva y el fomento de las políticas activas de empleo.

3.1 Evolución económica

En el tercer trimestre de 2011, el crecimiento del PIB del área del euro alcanzó el 0,1 %, una décima menos que en el período abril-junio (véase cuadro 1). El avance del producto obedeció al incremento del consumo privado y a la aportación positiva de la demanda exterior neta, como consecuencia del dinamismo de las exportaciones, mientras que el consumo público y la formación bruta de capital fijo se estancaron, al tiempo que la variación de existencias registró una contribución negativa al crecimiento del PIB. Por países, cabe destacar la aceleración del PIB de Alemania y en Francia (hasta un 0,5 % y un 0,3 %, respectivamente), apoyada en el impulso de la demanda interna y, en menor medida, de las exportaciones. En Italia, el producto retrocedió un 0,2 %, debido a la menor contribución al crecimiento del saldo neto exterior y a la contracción del consumo público y de la formación bruta de capital fijo.

Según los datos de la Contabilidad Nacional, y en línea con la debilidad de la actividad, el proceso de creación de empleo iniciado a finales de 2010 se detuvo en el tercer trimestre de 2011. Así, el número de empleados de la UEM permaneció estable en ese período, ya que se compensó el aumento experimentado en Alemania y en Francia con la disminución de España, y la tasa de variación interanual se situó en el 0,3 %, frente al 0,5 % del trimestre anterior. Por otro lado, el estancamiento de la productividad aparente del trabajo, en el período julio-septiembre, junto con el avance de la remuneración por asalariado, derivó en un aumento de los costes laborales unitarios, de mayor magnitud que el correspondiente al deflactor del PIB, lo que generó una disminución de los márgenes empresariales (véase gráfico 8).

Desde el año 2010, las instituciones y Gobiernos europeos están llevando a cabo una profunda revisión de la gobernanza y de la arquitectura institucional de la zona del euro con la intención de eliminar las debilidades que se han puesto en evidencia durante la crisis soberana. La última de las cumbres celebradas fue el Consejo de jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro de 9 de diciembre de 2011, donde se pusieron las bases de un nuevo pacto para dotar a la Unión Económica y Monetaria y a la UE de un marco más sólido de disciplina y estabilidad fiscal, y se plantearon medidas adicionales para aumentar la potencia de los mecanismos de asistencia financiera existentes.

Uno de los principales aspectos del pacto fiscal es el compromiso de establecer una nueva regla fiscal, que contribuirá a que los saldos de las Administraciones Públicas permanezcan en equilibrio u obtengan superávit a lo largo del ciclo, si bien se deja margen de maniobra para establecer políticas fiscales discrecionales en circunstancias excepcionales o crisis severas. En concreto, se considera que el objetivo de estabilidad presupuestaria se alcanzará si se cumple el criterio de que el déficit estructural anual sea inferior al 0,5 % del PIB nominal (aunque cada país podrá establecer un valor de referencia más estricto). Esta regla contendrá un mecanismo de corrección automático, que se activará en caso de desviación, definido según los principios propuestos por la Comisión Europea. La regla deberá ser introducida preferiblemente en la normativa constitucional de cada Estado miembro y su transposición será verificada por el Tribunal de Justicia Europeo.

El pacto indica también que los países con procedimiento de déficit excesivo (PDE) abierto deberán presentar a la Comisión y al Consejo, para su aprobación, un programa económico que detalle las reformas estructurales que se acometerán para garantizar una corrección duradera del déficit en el plazo establecido. También se adquiere el compromiso de que todos los procedimientos y sanciones propuestos por la Comisión en el marco del PDE sean adoptados de modo automático, salvo oposición de una mayoría cualificada de los Estados miembros. Por otra parte, de acuerdo con el pacto, todos los Estados miembros tendrán que informar con antelación de sus planes de emisión de deuda pública.

Los Estados miembros se han comprometido, además, a examinar con celeridad las dos nuevas propuestas presentadas por la Comisión el 23 de noviembre, con el fin de que ambas regulaciones estén en vigor para el próximo ciclo presupuestario —que se iniciaría a finales de 2012—. De acuerdo con la primera de esas propuestas, los países deberán remitir sus borradores de presupuestos a la Comisión no más tarde de una fecha establecida. La Comisión podrá adoptar una opinión sobre ellos y, en caso de que identifique un incumplimiento grave con las obligaciones establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, exigir su revisión. También se proponen requisitos sobre los marcos fiscales nacionales adicionales a los que establecía la Directiva aprobada en diciembre, exigiéndose ahora que los países introduzcan consejos fiscales independientes y que basen sus pla-

nes presupuestarios en previsiones realizadas por un organismo independiente. La segunda propuesta sugiere establecer un procedimiento de supervisión más estrecha para los Estados miembros que registren o tengan riesgos de registrar graves dificultades financieras.

Por lo que se refiere al fortalecimiento de los mecanismos de gestión de crisis, los acuerdos adoptados implican avances en diferentes ámbitos. Así, se acelera la puesta en funcionamiento del Tratado del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), de modo que entre en vigor cuando lo hayan ratificado Estados miembros que representen el 90 % de los compromisos de capital, y se fija como objetivo que ello se produzca en julio de 2012. La Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) seguirá operativa hasta mediados de 2013, para los programas de asistencia ya establecidos. Además, se discutirá la introducción de algunos cambios en el Tratado del MEDE, que modificaría los sistemas de votación para añadir un procedimiento de emergencia, de acuerdo con el cual, en caso de que la Comisión y el Banco Central Europeo concluyan que se requiere una decisión urgente relacionada con la asistencia financiera a un país, las decisiones se tomarán por mayoría cualificada del 85 % y no por acuerdo unánime. Respecto a la participación del sector privado en el ámbito de los programas de asistencia financiera, se acuerda una adhesión estricta a los principios y prácticas del Fondo Monetario Internacional, y se afirma el carácter único y excepcional de las decisiones tomadas en este sentido en relación con la deuda griega.

En cuanto a los recursos financieros de los mecanismos de estabilización, se decidió acelerar los desembolsos de capital del MEDE y que se asegure una capacidad efectiva conjunta de financiación del MEDE y de la FEEF de 500 mm de euros. La suficiencia de dicha capacidad y su eventual ampliación se evaluarán en marzo de 2012. Por otra parte, el 19 de diciembre los países de la UEM acordaron realizar una aportación de 150 mm de euros al FMI para ampliar la capacidad financiera de esta institución. El Reino Unido rehusó realizar nuevas aportaciones y otros países no pertenecientes a la UEM anunciaron su disposición a efectuarlas tras la aprobación de sus parlamentos.

Por último, el acuerdo incorpora alguna referencia a la necesidad de coordinar el resto de las políticas macroeconómicas dentro del área del euro. Para ello se acuerda celebrar cumbres al máximo nivel político, de jefes de Estado y de Gobierno del área del euro, al menos dos veces al año.

La falta de unanimidad entre los Estados miembros de la UE ha implicado que las reformas y medidas consensuadas serán adoptadas mediante un acuerdo intergubernamental entre los países de la zona del euro, que se trasladará a los tratados de la Unión tan pronto como sea posible. La mayoría de los países no pertenecientes al área (con la excepción de Reino Unido) han indicado la posibilidad de adherirse al pacto tras consultar a sus respectivos parlamentos, si fuera necesario. La grave situación de inestabilidad financiera que afecta al área no hace más que subrayar la

necesidad de que se concluya con celeridad —y con pleno respeto al espíritu del acuerdo político de diciembre— el texto legal que se está negociando en estos momentos para que su adopción formal se produzca cuanto antes sea posible y, en cualquier caso, antes del plazo comprometido de marzo de 2012. Por otro lado,

además de la disciplina fiscal, la solución a los desafíos de la zona del euro requiere un relanzamiento de reformas estructurales impulsoras del crecimiento, tal y como recoge el Informe Anual de Crecimiento que presentó la Comisión Europea en noviembre, al que se dedica un artículo de este mismo Boletín.

En el cuarto trimestre se produjo un empeoramiento generalizado de los indicadores económicos, si bien en diciembre se observó cierta estabilización (véase gráfico 9). Desde el lado de la oferta, la producción industrial disminuyó su ritmo de avance y los indicadores de confianza del sector elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras retrocedieron. De igual forma, los indicadores de confianza del sector servicios se situaron en el cuarto trimestre por debajo de los niveles del período julio-septiembre, mientras que la construcción aceleró su ritmo de caída. En relación con los indicadores de demanda, las ventas minoristas disminuyeron en relación con el tercer trimestre, al igual que el índice de confianza de los consumidores, que alcanzó en diciembre el registro más negativo de todo el año. Por lo que se refiere a los indicadores de inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la cartera de pedidos de la industria cayeron en el cuarto trimestre. Por último, las exportaciones de bienes registraron, en el período octubre-noviembre, un ritmo de avance inferior al del tercer trimestre, al tiempo que las expectativas de exportación perdieron fuerza en los últimos meses de 2011, en línea con la menor fortaleza del comercio mundial, y la cartera de pedidos exteriores empeoró en octubre, noviembre y diciembre.

En definitiva, la información coyuntural más reciente sugiere que la actividad del área del euro se contrajo a finales del 2011, en línea con lo anticipado por algunos organismos internacionales e instituciones privadas (véase cuadro 1). Varios factores han debilitado el dinamismo de la actividad de la zona del euro, entre los que destacan la ralentización del ritmo de crecimiento de la demanda mundial, el proceso de ajuste de balances del sector privado, los efectos a corto plazo de los procesos de consolidación fiscal en marcha y las desfavorables consecuencias que las actuales tensiones en los mercados de deuda soberana están teniendo sobre las condiciones de financiación y la confianza de los agentes económicos. Más a medio plazo, las perspectivas han empeorado, de forma que los organismos internacionales y los analistas privados han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento, llegando incluso a estimar algunos de ellos un crecimiento negativo para 2012. Este escenario se enmarca en un contexto de elevada incertidumbre en el que existen considerables riesgos a la baja. Estos riesgos están relacionados con una nueva intensificación de las tensiones existentes en los mercados financieros, que complicaría el proceso de desapalancamiento en que se encuentra incurso el sistema bancario, y podría dar lugar a una contracción de la oferta de crédito a empresas y familias que terminase mermando cualquier posibilidad de recuperación económica a lo largo de 2012 en la zona del euro.

La tasa interanual de inflación no registró cambios importantes a lo largo del trimestre, situándose en el 2,7 % en diciembre. La estabilidad de la inflación de los últimos meses es extensiva prácticamente a todas las rúbricas. Tan solo registraron cambios los

	2010			2011			2012	
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,9	0,4	0,3	0,8	0,2	0,1		
Consumo privado	0,1	0,4	0,3	0,0	-0,5	0,2		
Consumo público	0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,1		
Formación bruta de capital fijo	1,9	0,2	-0,4	1,8	-0,1	-0,1		
Importaciones	4,2	1,7	1,3	1,1	0,5	0,8		
Exportaciones	4,7	2,1	1,5	1,8	1,2	1,2		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,5	0,3	0,1	0,4	-0,4	0,1		
Variación de existencias	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1		
Demanda exterior neta	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,2		
PIB (tasa de variación interanual)	2,1	2,1	2,0	2,4	1,6	1,3		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	2,5	0,7	2,3	0,9	0,2	0,5	-1,3	
Sentimiento económico	99,2	102,3	105,7	107,4	105,7	98,8	94,0	
PMI compuesto	56,6	55,7	54,9	57,6	55,6	50,3	47,2	
Empleo	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1		
Tasa de paro	10,2	10,1	10,1	10,0	10,0	10,1	10,3	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	1,5	1,9	2,2	2,7	2,7	3,0	2,7	
IPRI	3,1	4,3	5,4	6,8	5,9	5,8	5,3	
Precio del petróleo (valor en dólares)	75,0	78,4	92,3	115,4	114,9	114,8	108,7	112,1
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,7	3,5	4,1	4,6	4,4	4,0	4,1	3,9
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UE	-0,72	-1,01	-0,78	-1,14	-1,30	-2,06	-2,17	-2,00
Tipo de cambio dólar/euro	1,227	1,365	1,336	1,421	1,445	1,350	1,294	1,279
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-10,3	-6,3	-8,2	3,5	3,9	0,7	-2,2	-1,1
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-13,2	-7,4	-5,8	4,2	2,0	-22,0	-17,1	3,5

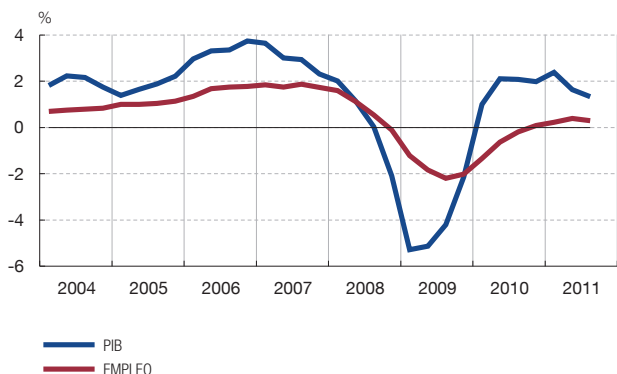
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 17 de enero de 2012.

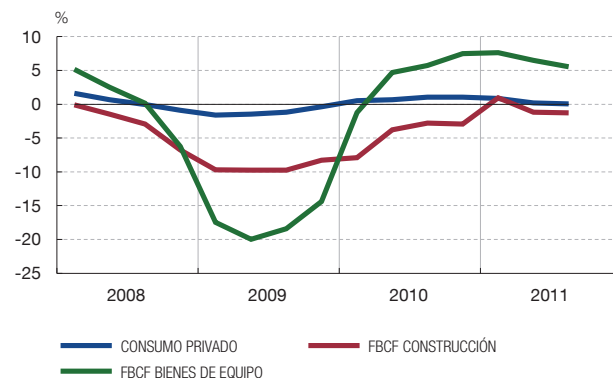
b Variación porcentual acumulada en el año.

precios de los alimentos, cuyo aumento ha sido compensado por la menor tasa de crecimiento de la energía, en consonancia con la disminución de los precios del petróleo en los mercados internacionales. De igual forma, la inflación subyacente medida por el IPSEBENE se mantuvo estable, en el entorno del 2 %, durante el último trimestre del año (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales crecieron un 5,5 % en octubre y noviembre, tres décimas por debajo de lo observado a finales del tercer trimestre del año. Todos los componentes registraron tasas de crecimiento similares a las del período anterior, aunque los bienes de capital aumentaron de forma más moderada. En el medio plazo, se espera que la inflación se sitúe en tasas por debajo del 2 %. Además, los riesgos se consideran, en general, equilibrados, ante un escenario de mayor debilidad del crecimiento en la zona del euro, donde las presiones de los costes, salarios y precios se espera que se mantengan moderadas, aunque no se descartan nuevos incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años (véase cuadro 2). En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas.

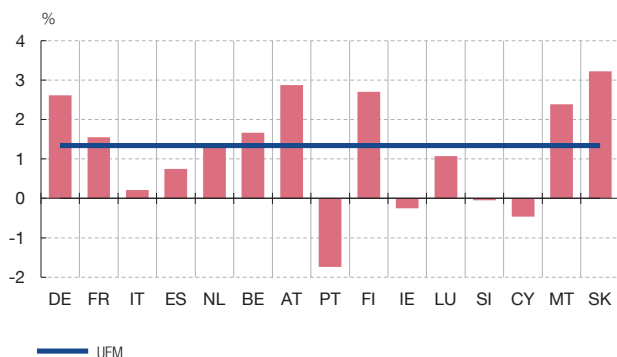
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanual



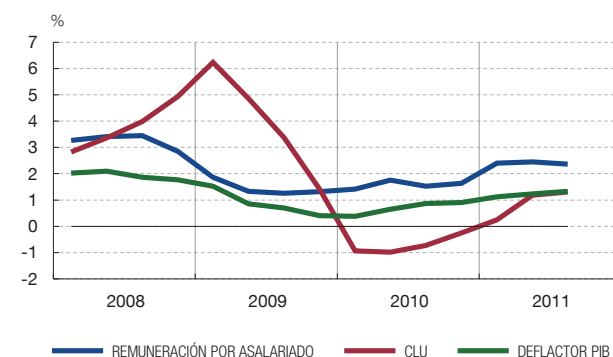
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Tercer trimestre de 2011



SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual

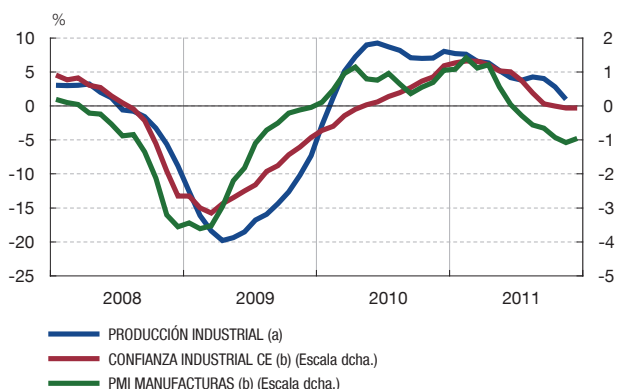


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

La balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un déficit de 59,2 mm de euros (un 0,8 % del PIB) en el período enero-octubre, algo superior a los 42 mm acumulados en el mismo período del año anterior (un 0,5 % del PIB). Este retroceso se debe fundamentalmente al cambio de signo del saldo de la balanza de bienes, que pasó a ser deficitario, mientras que la balanza de servicios mejoró. Por otro lado, dentro de la cuenta financiera y en el mismo período, se produjo una aminoración de las salidas netas de capitales en forma de inversión directa (de 53 mm, frente a los 138 mm de 2010), mientras que los flujos de inversión de cartera netos recibidos aumentaron en 157 mm, hasta los 290 mm. De esta forma, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, pasó de deficitaria en el período de enero-octubre de 2010 a obtener superávit en el mismo período de 2011, desde los -47 mm a los 179 mm de euros (véase gráfico 11).

De acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea, el déficit público del conjunto de la zona del euro se situó próximo al 4 % del PIB en 2011, en torno a dos puntos por debajo de lo observado en 2010 (6,2 %). Los presupuestos presentados por los países para 2012 permiten proyectar un nuevo recorte del déficit para este año, aunque inferior al registrado el año anterior. Estas previsiones se encuentran sujetas a una incertidumbre elevada, ya que, a diferencia de lo sucedido en la mayor parte de 2011, cuando la consolidación se apoyó en la desaparición de las medidas de estímulo y en una cierta recuperación económica, el ajuste fiscal debe realizarse en un escenario donde predominan los riesgos a la baja sobre el crecimiento.

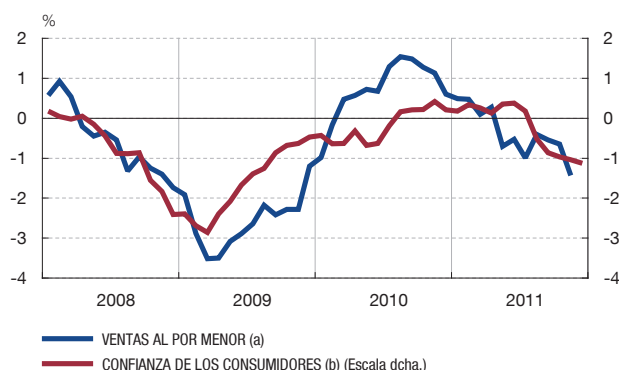
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



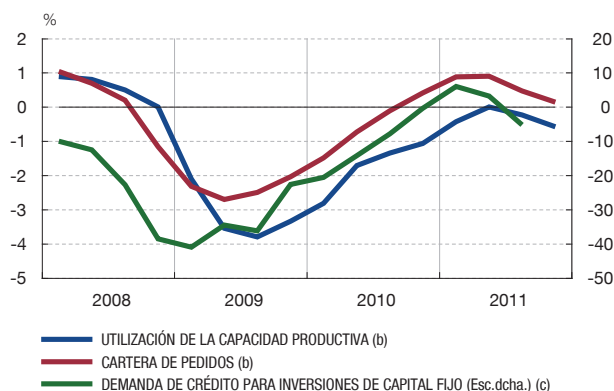
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



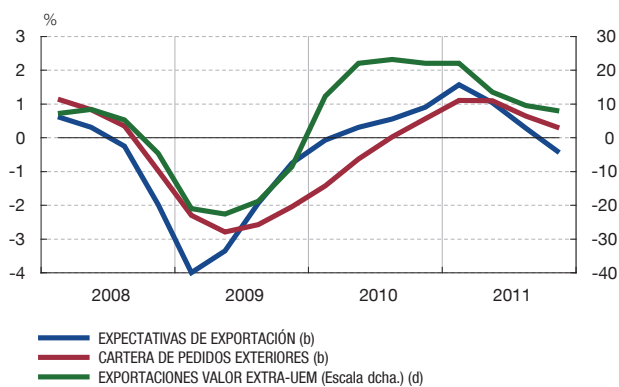
INDICADORES DE CONSUMO



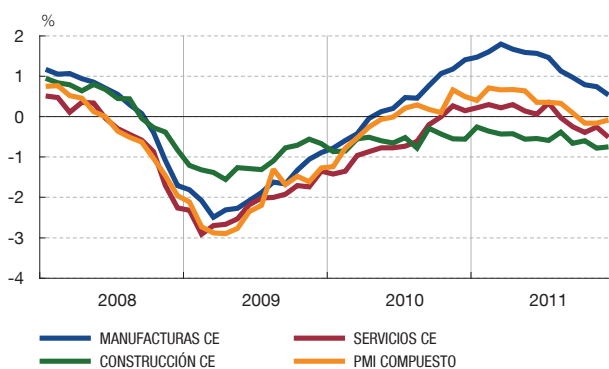
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)

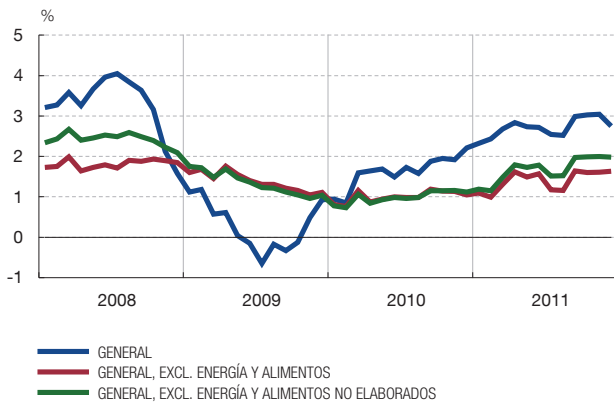


FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

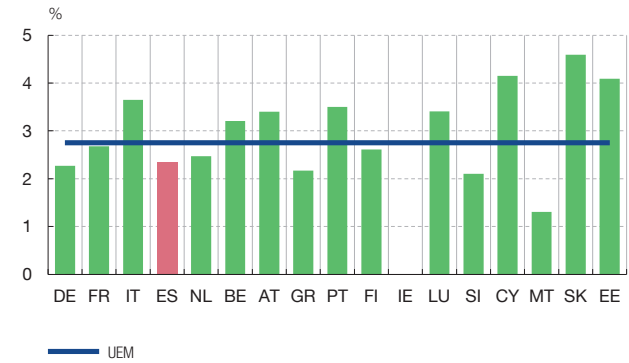
- a Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- b Series normalizadas.
- c Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento × 0,5 – porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso × 0,5 – porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

De hecho, el deterioro de las perspectivas de crecimiento observado desde el verano ha llevado a numerosos países a introducir nuevos planes de ajuste en los meses finales del año, para cumplir los compromisos establecidos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para 2012. Entre estos países, cabe destacar a Italia, que anunció un paquete

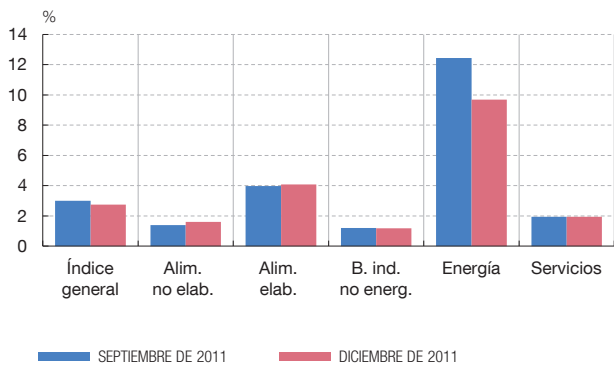
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



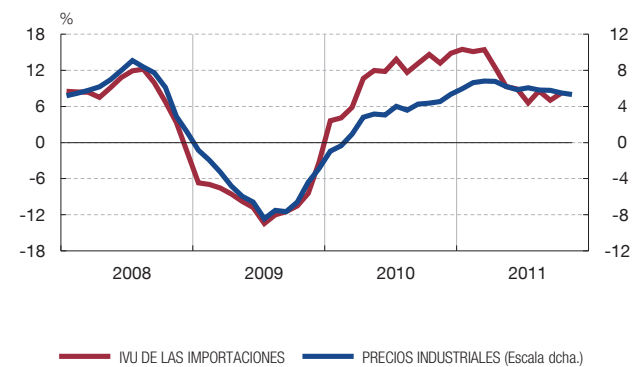
IAPC GENERAL
(Diciembre de 2011)



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

CUADRO 2

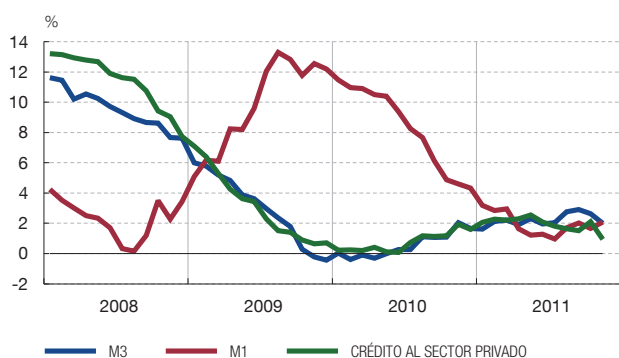
	2011		2012		2013	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (diciembre de 2011)	1,5-1,7	2,6-2,8	-0,4-1,0	1,5-2,5	0,3-2,3	0,8-2,2
Comisión Europea (noviembre de 2011)	1,5	2,6	0,5	1,7	1,3	1,6
FMI (septiembre de 2011)	1,6	2,5	1,1	1,5	1,5	1,7
OCDE (noviembre de 2011)	1,6	2,6	0,2	1,6	1,4	1,2
Consensus Forecast (enero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

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Consensus Forecast, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y OCDE.

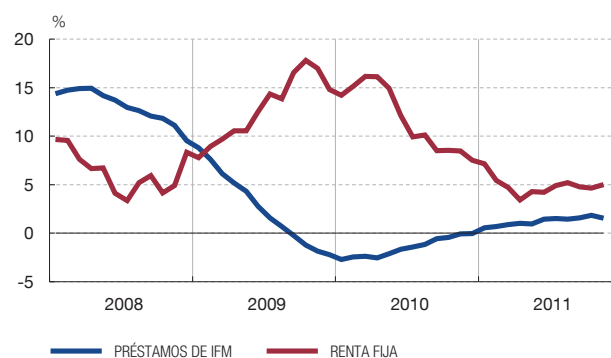
a Tasas de variación anual.

de medidas fiscales a principios de diciembre que supone un recorte de los gastos en pensiones, un incremento del IVA y la reintroducción del impuesto sobre la propiedad inmobiliaria. Irlanda también intensificó el esfuerzo de consolidación fiscal para 2012, con una subida del tipo del IVA de algunos productos hasta el 23% y recortes en determinados gastos sociales. Portugal, por su parte, introdujo una rebaja de las pensiones y de los salarios públicos y una revisión de los productos sujetos a los tipos reducidos del IVA.

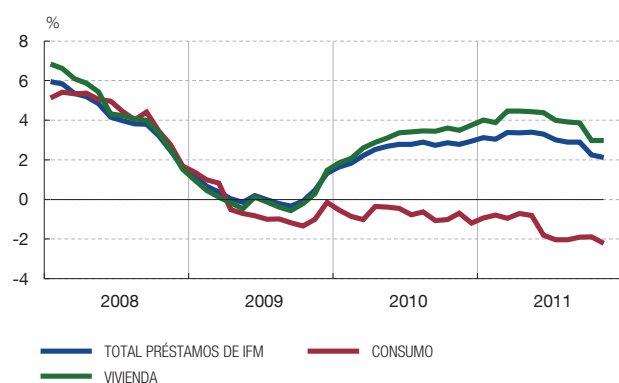
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanual



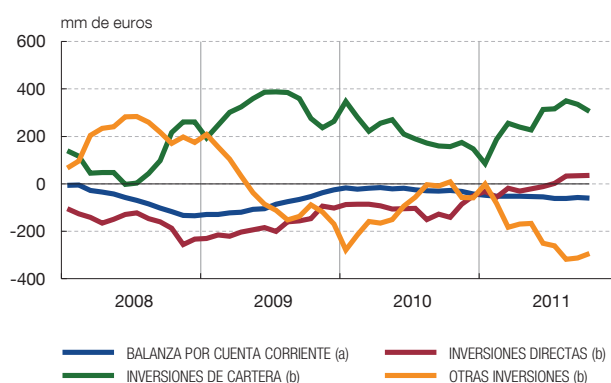
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN DE HOGARES
Tasas de variación interanual



BALANZA DE PAGOS
Acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

En Grecia, la combinación de una intensa recesión económica y de los retrasos en la implementación de las medidas comprometidas llevaron al incumplimiento de los objetivos fiscales establecidos para 2011 y a la aprobación de nuevas medidas orientadas a la consecución de los objetivos en 2012. En esta economía, todavía se encuentran pendientes de concretar los términos del segundo programa de asistencia oficial y la participación del sector privado en el proceso de reestructuración de la deuda. Finalmente, Chipre y Bélgica también adoptaron nuevas medidas de ajuste fiscal.

Con todo, en un contexto como el actual, en el que los mercados financieros pueden valorar de manera negativa tanto la falta de compromiso de los Gobiernos con la consolidación fiscal como el impacto que esta puede tener a corto plazo sobre el crecimiento, resulta relevante que los planes de consolidación tengan más en cuenta el impacto diferencial que las distintas medidas de ajuste pueden tener sobre el crecimiento, tal y como propugna el Informe Anual de Crecimiento que presentó la Comisión Europea el pasado 23 de noviembre.

También se ha seguido avanzando hacia la mejora de los instrumentos para lograr una mayor disciplina y credibilidad en el diseño de las políticas presupuestarias. Así, la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento acordada en 2011 entró en vigor en enero de

% del PIB

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

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3 % del PIB.
b Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de otoño de 2011.
c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de septiembre de 2011.
d Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2011.

2012 y se ha visto fortalecida por los acuerdos del Consejo de principios de diciembre, que han de ser ratificados en las próximas semanas (véase recuadro 3). Por su parte, la Comisión Europea presentó en noviembre dos nuevas regulaciones que habilitan a esta institución para llevar a cabo una evaluación más temprana de los presupuestos nacionales con el objetivo de prevenir la aparición de déficits excesivos e introducen mejoras adicionales en los marcos fiscales nacionales, incluyendo la obligación de crear consejos fiscales independientes para la supervisión de las políticas nacionales y de diseñar los planes presupuestarios a partir de previsiones macroeconómicas elaboradas por organismos independientes. Por último, las propuestas de la Comisión plantean la necesidad de estrechar la vigilancia macroeconómica de aquellos países que puedan registrar dificultades en términos de estabilidad financiera.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Durante el último trimestre de 2011 y principios de 2012 se prolongaron las tensiones derivadas de la crisis de deuda soberana, que se había agudizado y adquirido un carácter sistémico en el verano. En algunos países, como Francia, Italia y España, el diferencial soberano frente al *Bund* alemán alcanzó máximos en noviembre y la volatilidad de los tipos de la deuda se elevó hasta niveles desconocidos desde la creación del euro. Las elevadas necesidades de financiación de los gobiernos, que tienen que hacer frente a numerosos vencimientos de deuda pública en el primer trimestre de 2012, es-

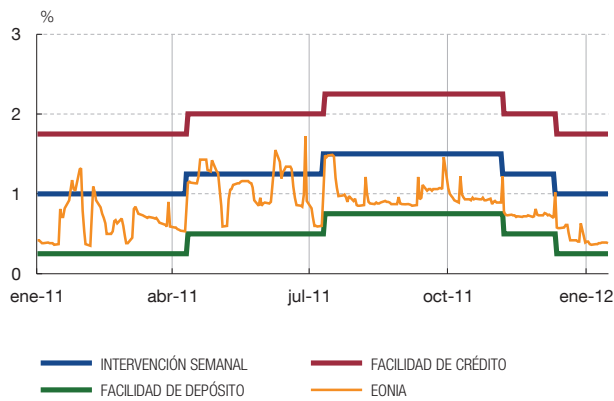
tán contribuyendo a alimentar las presiones sobre los rendimientos de los bonos en algunos países del área. De manera simultánea, más de la mitad de los Estados de la UEM se vieron afectados por rebajas en la calificación crediticia de su deuda soberana, suponiendo la última actuación de S&P en enero que Austria y Francia perdieran la calificación máxima AAA.

Como se trata con más detalle en el recuadro 2, el sector bancario continuó sometido a fuertes tensiones, como consecuencia de su exposición al riesgo soberano, las dificultades de financiación en los mercados, el endurecimiento de las exigencias de capital por parte de la Autoridad Bancaria Europea y la disminución de las expectativas de beneficios, debido al debilitamiento de la actividad económica. Estas circunstancias, junto con los elevados vencimientos de deuda bancaria a lo largo de 2012, han acelerado el proceso de desapalancamiento en que se encuentra inmerso el sector y han aumentado los riesgos de endurecimiento adicional de las condiciones de financiación, o incluso una contracción de la oferta de crédito.

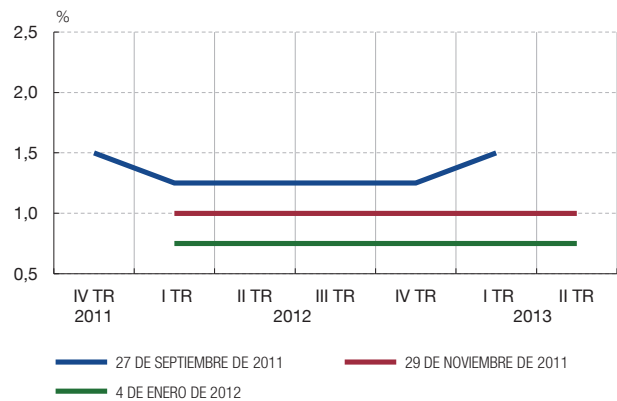
En un contexto de debilidad de la actividad en el que se espera que la inflación se sitúe por debajo del 2 % en el medio plazo, el Consejo de Gobierno del BCE redujo los tipos de interés oficiales en 25 pb de forma consecutiva en sus reuniones de noviembre y de diciembre, hasta situarlos en el 1 % para las operaciones principales de financiación. El tipo de las facilidades de depósito y de crédito quedó establecido en el 0,25 % y el 1,75 %, respectivamente (véase gráfico 12). Asimismo, el BCE adoptó medidas temporales adicionales de carácter no convencional, con la finalidad de apoyar la oferta de crédito a empresas no financieras y familias. Además de la acción coordinada con otros bancos centrales en noviembre para proporcionar liquidez en divisas, el Consejo de Gobierno introdujo, en su reunión de diciembre, dos operaciones de financiación a plazo más largo, con adjudicación plena, y con un vencimiento de 36 meses, y la opción de reembolso anticipado después de un año. Al mismo tiempo, el BCE amplió el abanico de activos admitidos como garantía en sus operaciones de financiación y redujo el coeficiente de reservas hasta el 1 %, desde el 2 % anterior, lo que liberará activos de garantía y respaldará la actividad del mercado monetario. Como resultado de la primera subasta a treinta y seis meses, llevada a cabo el 21 de diciembre, el Eurosistema prestó 489 mm de euros a un total de 523 entidades. El próximo 29 de febrero se realizará una segunda operación de estas características. Además, en noviembre comenzó el segundo programa de adquisiciones de bonos bancarios garantizados (CBPP2), que prevé compras por un total de 40 mm de euros (20 mm menos que el primero) y cuyo saldo vivo, a fecha de cierre de este Boletín, es de 3 mm de euros. Por su parte, las adquisiciones de deuda pública dentro del programa de mercado de valores, reactivado en agosto como consecuencia de la intensificación de las tensiones financieras, ascienden a algo más de 213 mm de euros.

La relajación de la política monetaria se ha trasladado solo en parte a los tipos de interés de los mercados monetarios (véase gráfico 13), como consecuencia de la prolongación de las tensiones en los mercados de financiación interbancaria, que provocaron nuevos aumentos en las primas por riesgo de crédito. Así, el diferencial de los euríbor con respecto a las rentabilidades de las operaciones *repo* continuó, en un contexto de fuerte volatilidad, su senda ascendente, superando en enero los 150 pb en el caso de las operaciones a doce meses. Por su parte los euríbor a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en el entorno del 1,2 % y el 1,8 % en enero, 30 pb y 20 pb por debajo de los niveles de septiembre. El tipo de interés del bono alemán a diez años no registró cambios significativos a lo largo del trimestre, manteniéndose en el entorno del 2 %.

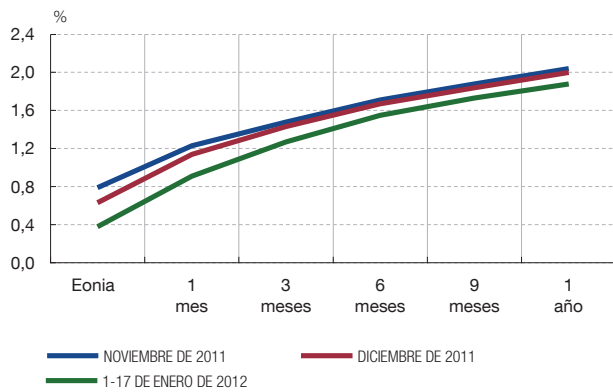
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



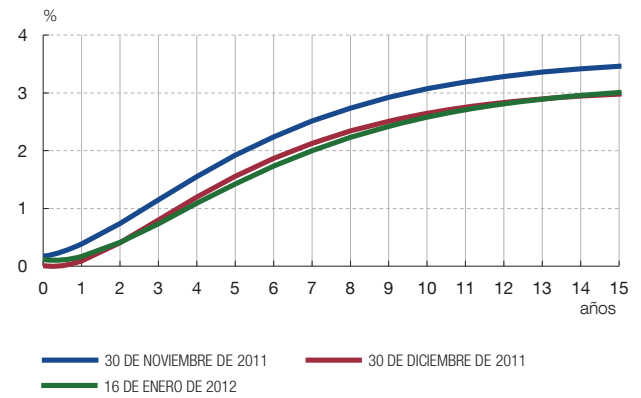
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



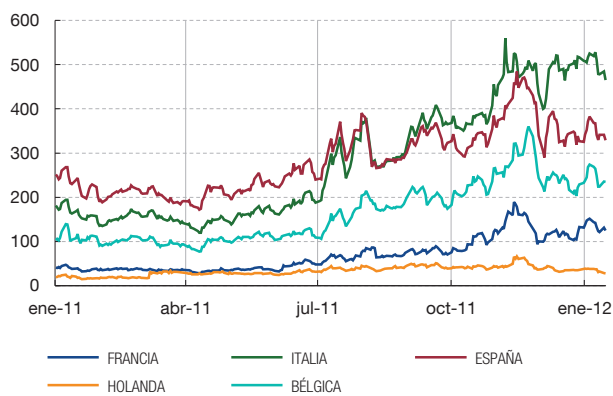
MERCADO INTERBANCARIO



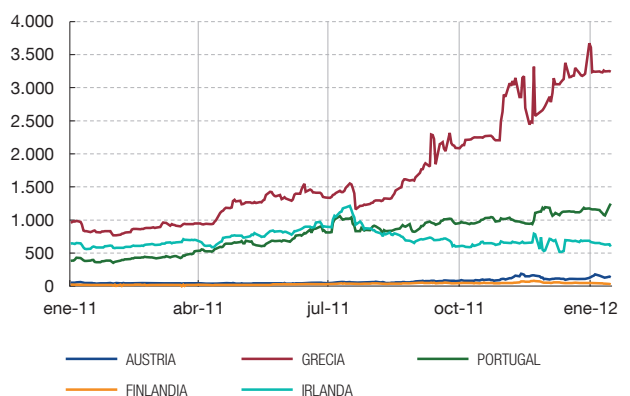
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

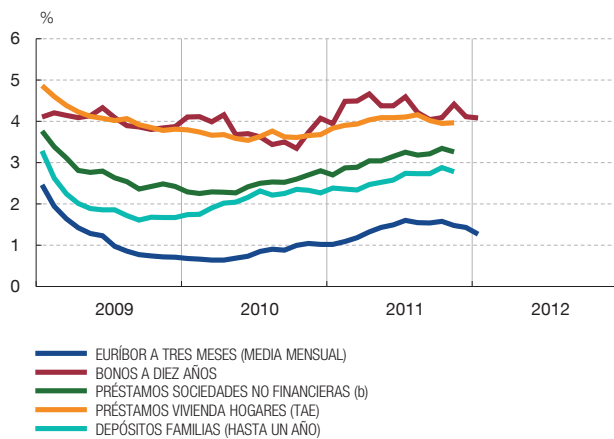


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

En el resto de países, sin embargo, los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública siguieron aumentando, por lo que los diferenciales de rentabilidad frente al *Bund* alemán se incrementaron hasta principios de diciembre y, en un contexto de elevada volatilidad, se han mantenido en niveles históricamente altos desde entonces (véase gráfico 12).

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



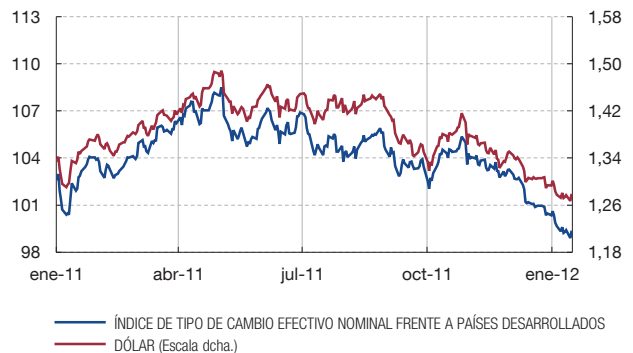
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



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.

En lo que respecta a la financiación del sector privado, el saldo de las emisiones de deuda de las sociedades no financieras aumentó un 5 % interanual en noviembre, en línea con el incremento de los meses anteriores (véase gráfico 11). Los préstamos bancarios crecieron a menor ritmo, reflejando sobre todo la evolución de los destinados a hogares, que registraron una tasa interanual de variación en noviembre del 2,1 %, 0,8 pp inferior a la de septiembre. Esta desaceleración viene explicada por el menor dinamismo de los préstamos para la adquisición de vivienda. En lo referido a los préstamos a sociedades no financieras, no se han registrado cambios significativos en su ritmo de avance.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de los títulos del sector tanto financiero como no financiero mostraron una fuerte volatilidad durante el período, aunque los niveles medios se mantuvieron relativamente constantes. Por su parte, el coste de los préstamos bancarios otorgados al sector privado mostró un leve retroceso en el período octubre-noviembre en el caso de la financiación a hogares, mientras que se elevó ligeramente para las empresas. Así, el tipo de las nuevas operaciones de préstamo de sociedades no financieras se situó en el 3,3 % en noviembre, frente a niveles inferiores al 3 % de la primavera de 2011.

Las cotizaciones de los mercados bursátiles, en línea con la evolución financiera del trimestre, estuvieron sujetas a una alta volatilidad en todos los países y sectores. El EURO-STOXX 50 aumentó un 10 % durante el trimestre y primeros días de enero, aunque acumuló una caída del 18 % en el conjunto de 2011 (véase gráfico 13), que asciende al 37 % en el caso del sector bancario. Por su parte, el tipo de cambio del euro se depreció un 4 % en términos efectivos nominales y un 5 % frente al dólar (véase gráfico 13).

Finalmente, el agregado monetario M3 disminuyó su crecimiento en noviembre, hasta una tasa del 2 % interanual, debido fundamentalmente a la desaceleración de los instrumentos negociables.

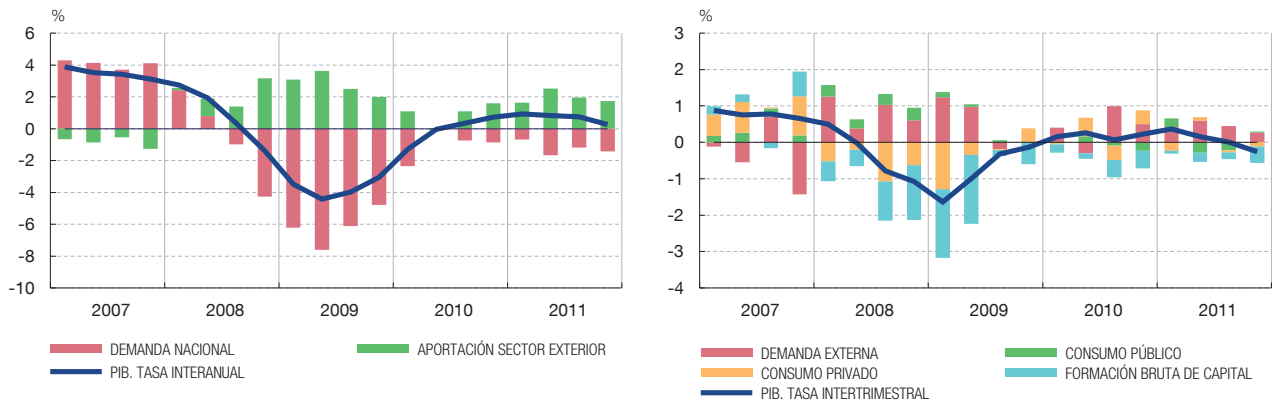
4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

De acuerdo con la información actualmente disponible, todavía incompleta, se estima que la actividad económica se contrajo en último trimestre de 2011, de modo que el PIB registró una variación intertrimestral del -0,3 % (véase gráfico 14). La demanda exterior mantuvo una contribución positiva al crecimiento del PIB, con una aportación de 0,3 pp, una décima por debajo de la del trimestre anterior, al acusar la pérdida de vigor de las exportaciones de bienes. La demanda nacional retrocedió algo más intensamente que en el período de julio-septiembre, con un descenso del 0,5 % en términos intertrimestrales, lastrada por la marcada contracción de la formación bruta de capital fijo. En términos interanuales, el producto siguió aumentando, concretamente en un 0,3 %, tasa cinco décimas menor que la del período anterior.

El empleo acentuó su reducción en el cuarto trimestre, situando su variación interanual en el -2,4 % mientras que la productividad aparente del trabajo mostró un avance interanual del 2,7 %. Por otro lado, se estima que la remuneración por asalariado del conjunto de la economía mantuvo un ritmo de incremento similar al del trimestre previo, de modo que los costes laborales unitarios siguieron reduciendo su tasa interanual. Los precios de consumo desaceleraron su ritmo de avance en los meses finales del año. Así, la tasa de variación interanual del IPC en diciembre de 2011 se situó en el 2,4 %, 7 décimas por debajo de la de septiembre, y el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— disminuyó su crecimiento 2 décimas, hasta el 1,5 %. En los próximos meses se espera que continúe esta trayectoria, a medida que desaparezcan los efectos de comparación provocados por el alza de precios del petróleo a principios de 2011.

4.1 Demanda

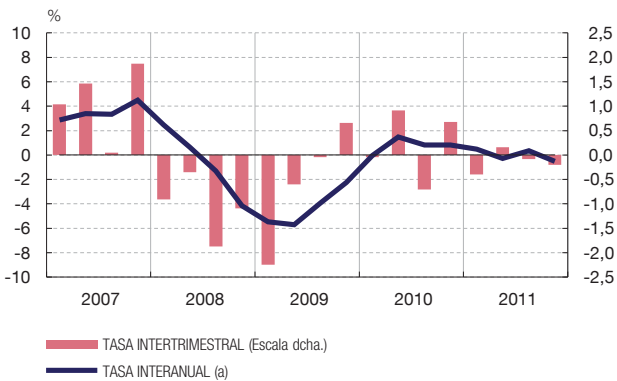
En el último trimestre de 2011, el consumo privado siguió presentando cierta debilidad, que se ha traducido en una leve caída intertrimestral (véase gráfico 15). Esta evolución refleja la existencia, en la segunda parte del año, de un contexto poco propicio para el gasto de los hogares, caracterizado por la evolución más negativa del mercado laboral, la disminución del valor de la riqueza inmobiliaria y de la riqueza financiera, y el deterioro de las perspectivas económicas. Las matriculaciones de vehículos particulares cayeron un 5,2 % interanual en el cuarto trimestre, con un descenso intertrimestral, calculado sobre la serie ajustada de estacionalidad, cercano al 2 %, al igual que otros bienes de consumo duradero. Entre los restantes indicadores cuantitativos, tanto las ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, que publica la Agencia Tributaria, como el índice de comercio al por menor registraron un descenso interanual más acusado en la media de octubre y noviembre que en el tercer trimestre. Por su parte, los indicadores cualitativos, como el índice de confianza de los consumidores y el de los comerciantes minoristas de la Comisión Europea, se mantuvieron relativamente estables en el promedio trimestral. Con datos hasta el tercer trimestre, la renta de las familias experimentó, por primera vez en los últimos dos años, un incremento nominal (0,7 % interanual), de acuerdo con los datos acumulados de cuatro trimestres de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Este avance de los ingresos nominales de las familias fue el resultado de un menor descenso de la remuneración de asalariados y de un incremento del excedente bruto de los trabajadores autoempleados. La aportación positiva de las AAPP al sostenimiento de la renta de los hogares se mantuvo estable, así como la contribución neta negativa de las rentas de la propiedad. No obstante, el consumo nominal se expandió a un ritmo mayor que los ingresos de los hogares, dando lugar a un nuevo descenso de la tasa de ahorro, que disminuyó casi 2 pp en el tercer trimestre respecto a la cifra de 2010, situándose en el 12,1 % de la renta disponible, con datos acumulados de cuatro trimestres.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

CONSUMO PRIVADO

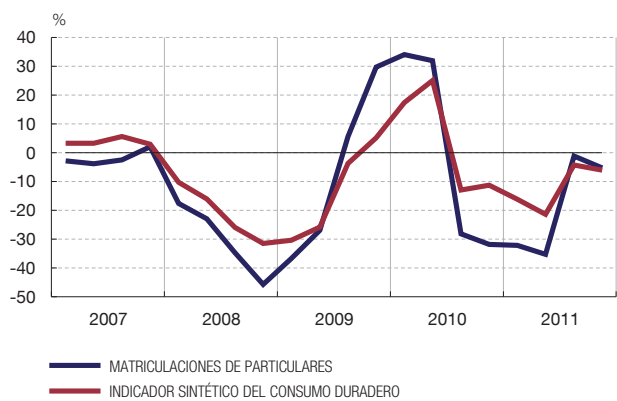
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



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

- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

Se estima que la inversión de bienes de equipo retrocedió en el cuarto trimestre en torno a un 2 % en términos intertrimestrales, frente al crecimiento del período precedente. Su tasa interanual descendió hasta un 0,6 %, la primera caída desde el primer trimestre de 2010 (véase gráfico 16). La producción industrial de este tipo de bienes, en octubre y noviembre, y las importaciones, en octubre, cayeron un 4,1 % y un 9 % en términos interanuales, respectivamente. Asimismo, las matriculaciones de vehículos de carga retomaron una trayectoria descendente en el cuarto trimestre, tras el repunte del trimestre anterior. En la última parte del año continuó el deterioro de la confianza de los empresarios —tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo—, lo que podría reflejarse en un empeoramiento adicional de la inversión empresarial en los próximos trimestres.

De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la capacidad de financiación de las empresas no financieras aumentó ligeramente en el tercer trimestre de 2011, hasta el 1,7 % del PIB en datos acumulados de cuatro trimestres (1 pp más que en 2010). Esta mejora, que se apoyó en un incremento del excedente empresarial, podría estar reflejando los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y fortalecer su capacidad de autofinanciación.

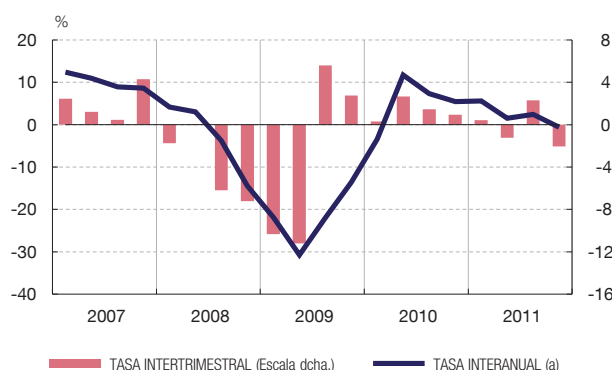
La inversión en construcción mostró una tónica más contractiva que la que ha venido presentando en los últimos trimestres, dada la combinación de los procesos de ajuste en el segmento residencial y de consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). En los meses más recientes, los indicadores del conjunto del sector relativos al empleo y la utilización de consumos intermedios presentaron retrocesos intertrimestrales, que fueron más intensos que los del tercer trimestre.

Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial aumentó su ritmo de caída intertrimestral, aunque este proceso debería atenuarse en los próximos trimestres, a medida que continúe el proceso de reducción de la brecha entre viviendas terminadas e iniciadas. Por el lado de la demanda de activos residenciales, las transmisiones de viviendas nuevas se mantuvieron estables en el período de julio-septiembre, en términos acumulados de cuatro trimestres. Por su parte, la superficie visada en edificación no residencial continuó registrando una fuerte contracción hasta octubre, al igual que la licitación oficial de obra civil.

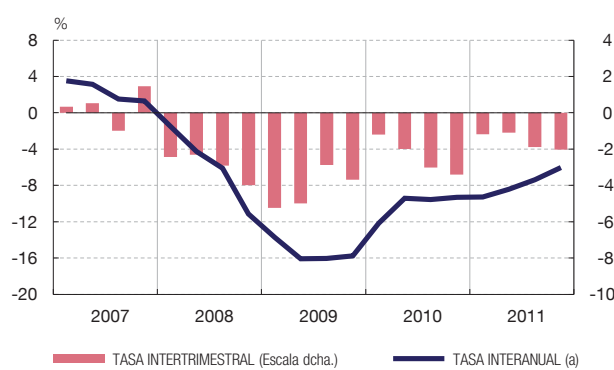
Por último, se estima que el gasto de las AAPP se habría contraído en el cuarto trimestre, particularmente el de inversión. El retroceso del consumo público en este trimestre en tasa interanual estaría en el entorno del -1 %, lo que implicaría una caída menos acusada que en el trimestre anterior. El gasto de inversión, por su parte, habría continuado con tasas de descenso por encima del 20 %, como en trimestres anteriores.

De acuerdo con la información disponible para el cuarto trimestre de 2011 sobre la demanda exterior neta, se estima que su aportación al crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,3 pp, una décima por debajo de la del trimestre anterior. En términos interanuales, su contribución también se redujo, aunque continuó siendo elevada (1,7 pp). Este comportamiento fue el resultado de un descenso intertrimestral algo más intenso de las importaciones que de las exportaciones, evolución que contrasta con los incrementos de ambos tipos de flujos en el trimestre anterior (véase gráfico 17). Estos desarrollos tienen lugar en un contexto de moderación paulatina del comercio internacional en la segunda mitad de 2011, que refleja la desaceleración de la economía mundial y que compensa con creces la ganancia de competitividad

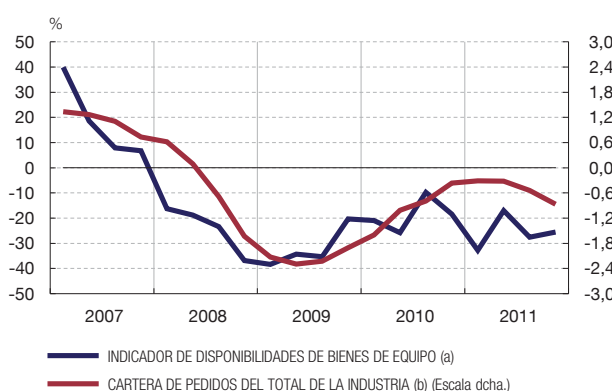
BIENES DE EQUIPO



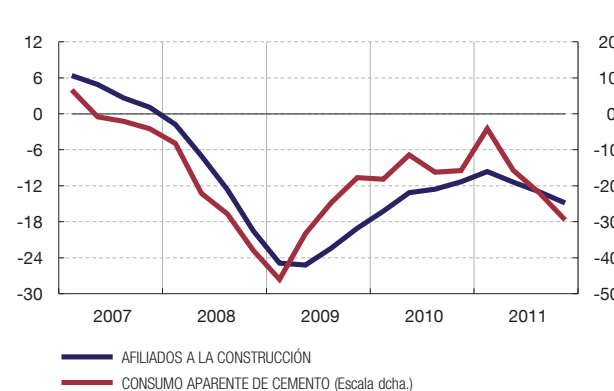
CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN (a)



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

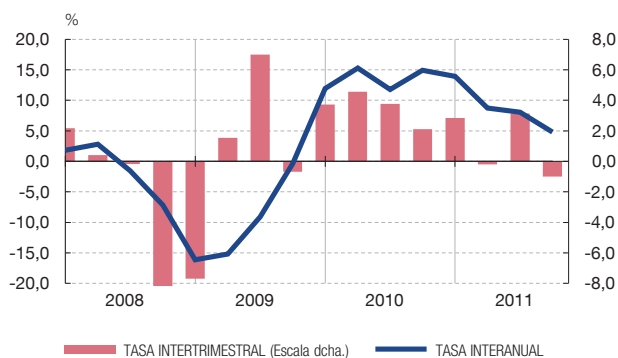
- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, cuya tasa se calcula sobre la serie original.
- b Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por la desviación estándar).

asociada a la evolución del tipo de cambio en los meses finales de 2011. La información disponible apunta a que en el cuarto trimestre la cuota de participación de las exportaciones españolas en los mercados mundiales continuó aumentando. Por lo que se refiere a las importaciones, su comportamiento en el período más reciente refleja la ralentización de la demanda final y su encarecimiento por la trayectoria del tipo de cambio.

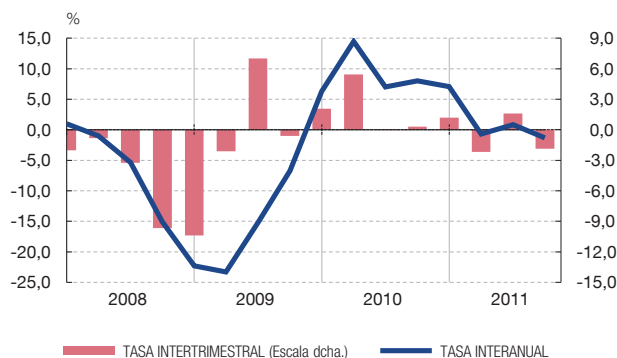
Según la información de Aduanas, las exportaciones de bienes moderaron su ritmo de crecimiento en octubre al avanzar un 5,1 %, tasa sensiblemente más reducida que la registrada en el tercer trimestre de 2011 (10,9 %). Por grupos de productos, la pérdida de vigor fue bastante generalizada, destacando especialmente el retroceso de las ventas al exterior de bienes de equipo. Las exportaciones de bienes de consumo se desaceleraron, como resultado de la debilidad de las ventas de productos de consumo duradero, especialmente los automóviles. Por áreas geográficas, las ventas al resto del mundo mostraron una mayor pérdida de dinamismo que las exportaciones a los países de la UE.

La información disponible sobre ventas al exterior de servicios turísticos apunta a una moderación de su ritmo de avance en el cuarto trimestre de 2011 en comparación con

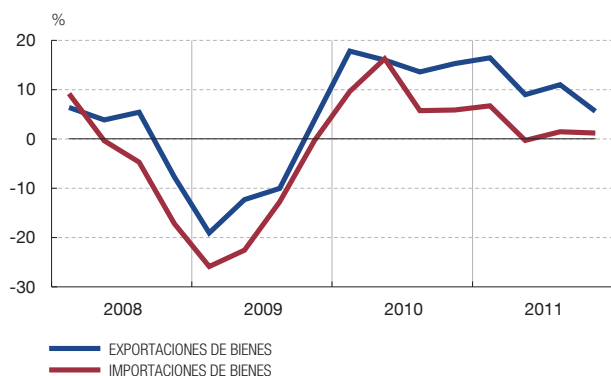
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



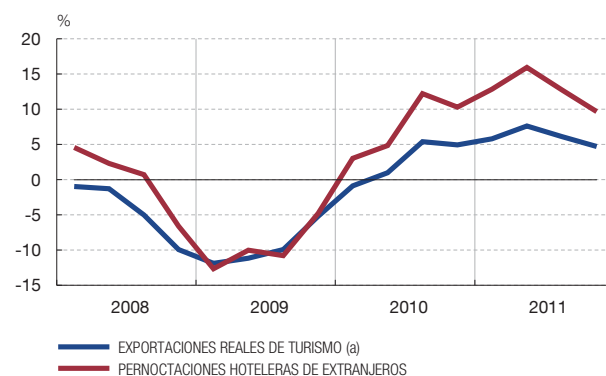
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



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

- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- c Series ajustadas de estacionalidad.

trimestres anteriores. Así se desprende de la desaceleración experimentada por las entradas de turistas y por las pernoctaciones hoteleras, hasta noviembre. Por mercados emisores, destaca el repunte de los turistas alemanes y británicos en el cuarto trimestre, en contraste con la menor intensidad de las entradas de franceses e italianos. El gasto nominal de los turistas continuó aumentando en términos interanuales en el período de octubre-noviembre, si bien a un ritmo algo más moderado que en meses anteriores. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos habrían repuntado en el cuarto trimestre, en consonancia con la evolución mostrada por los datos nominales de la Balanza de Pagos.

Las compras al exterior aumentaron un 0,5% interanual en octubre, de acuerdo con los datos de Aduanas, tasa más moderada que la registrada en el tercer trimestre (1,2%). Por grupos de productos, la ralentización afectó a las principales rúbricas, con la excepción de las importaciones de bienes de consumo, que repuntaron apreciablemente; en parte, por el efecto de comparación con el mal dato del pasado año. Por último, las importaciones reales de servicios habrían continuado descendiendo en el cuarto trimestre de 2011 en términos interanuales, en línea con la senda mostrada en los últimos meses por los datos nominales de la Balanza de Pagos.

4.2 Producción y empleo

Durante el cuarto trimestre de 2011, el valor añadido bruto de la economía de mercado¹ registró una caída algo mayor que en el trimestre precedente. Los datos cuantitativos disponibles han ido confirmando la debilidad de los sectores productivos que adelantaban los distintos indicadores de opinión. Esta información sugiere un retroceso de las ramas industriales y energéticas, así como de la rama de construcción en la última parte de 2011, mientras que se mantendría la atonía de los servicios de mercado (véase gráfico 18).

En los meses finales de 2011 se produjo un progresivo deterioro de la actividad industrial, tras el repunte del tercer trimestre. Así, el índice de producción industrial retrocedió de forma notable durante el período de octubre-noviembre, especialmente en aquellas actividades que habían registrado un comportamiento más positivo en el tercer trimestre, como las de producción de bienes de equipo y de consumo no alimenticio. Las cifras de empleo reflejan igualmente el retroceso del sector durante esta última parte del año, con un descenso adicional en el número de afiliados a la Seguridad Social. Asimismo, la evolución de las cifras de negocio y de las carteras de pedidos interiores y exteriores pone de manifiesto la debilidad de estas ramas de actividad. Los indicadores cualitativos referentes al sector industrial mostraron igualmente caídas en este período. Así, el PMI de manufacturas volvió a reducirse, y permanece claramente por debajo del valor 50, umbral que generalmente se interpreta como la frontera entre la contracción y la expansión de la actividad.

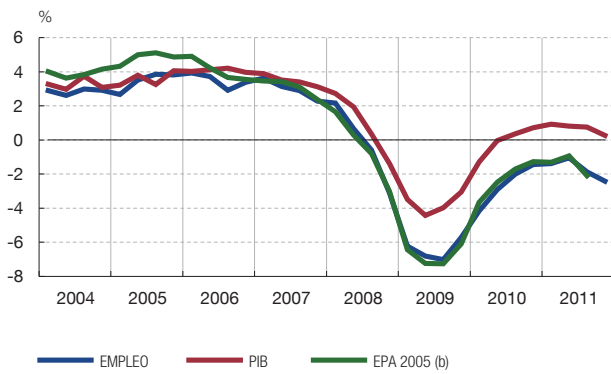
Los indicadores disponibles referentes a los servicios de mercado apuntan hacia una moderación adicional del VAB de esta rama durante el cuarto trimestre, si bien este todavía mantendría un modesto avance. Con datos hasta noviembre, los indicadores de ventas de grandes empresas y de actividad del sector servicios registraron retrocesos significativos en sus tasas de variación, especialmente en las ramas de actividad comercial y hostelería. Por su parte, las cifras de afiliados a la Seguridad Social de los últimos meses indican una contracción de la ocupación, que no se había registrado en trimestres anteriores.

En relación con el mercado de trabajo, los indicadores mensuales disponibles mostraron una intensificación de la destrucción de empleo en el cuarto trimestre, con una caída interanual de la afiliación a la Seguridad Social del 1,9 %, siete décimas superior a la observada en el trimestre anterior. La contracción fue especialmente acusada en octubre, habiendo disminuido algo su intensidad conforme avanzaba el trimestre. En términos intertrimestrales, se observa un deterioro de similar magnitud, con un descenso en la serie ajustada de estacionalidad del 0,8 %, frente a la variación del -0,5 % en el trimestre anterior. En términos de la EPA, los datos del tercer trimestre ya mostraron un acusado empeoramiento, con una destrucción de empleo del 2,1 %, más de 1 pp superior a la registrada el trimestre precedente. En el cuarto trimestre, se estima que el descenso del empleo habría vuelto a intensificarse, hasta una tasa de variación del 2,4 %, con una mayor caída de la ocupación en la economía de mercado.

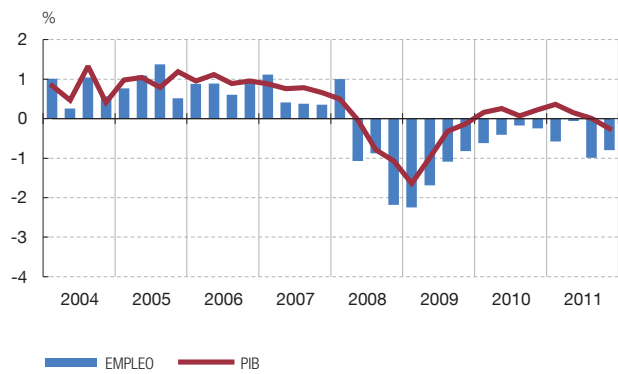
Por ramas de actividad, la caída de la afiliación fue generalizada, con pérdidas de empleo en todas ellas en términos trimestrales, pero manteniéndose la construcción como la rama en la que la destrucción de empleo resultó más acusada, con una caída cercana al cuarto de millón de afiliaciones con respecto al mismo trimestre de 2010. El deterioro del empleo incidió particularmente sobre los colectivos de afiliados por cuenta ajena y de nacionalidad extranjera.

¹ La nueva Contabilidad Nacional Trimestral (base 2008) no proporciona estimaciones del agregado Economía de mercado. Esta rama se aproxima excluyendo del total de la economía los servicios asociados a las actividades de educación, defensa, sanidad y servicios sociales, Seguridad Social obligatoria y Administraciones Públicas.

TOTAL ECONOMÍA



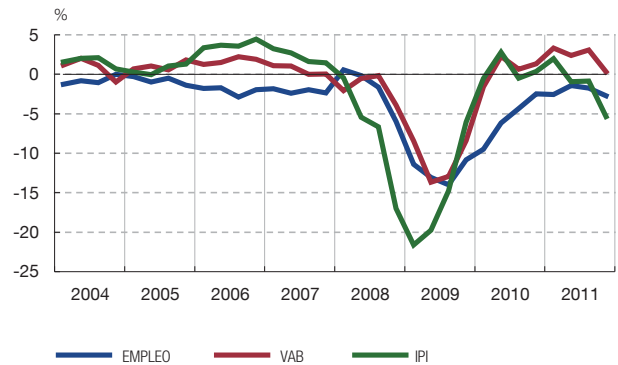
TOTAL ECONOMÍA (c)



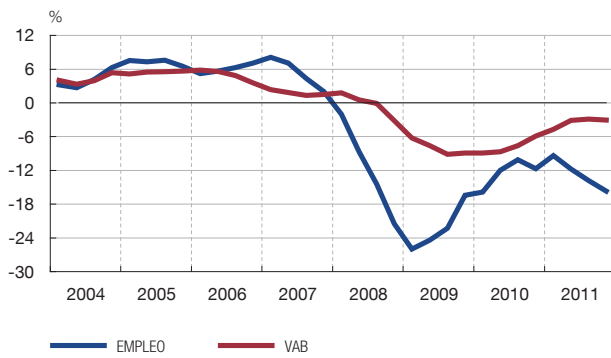
AGRICULTURA



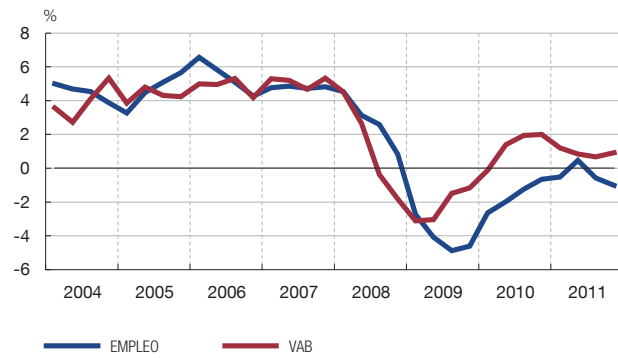
INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



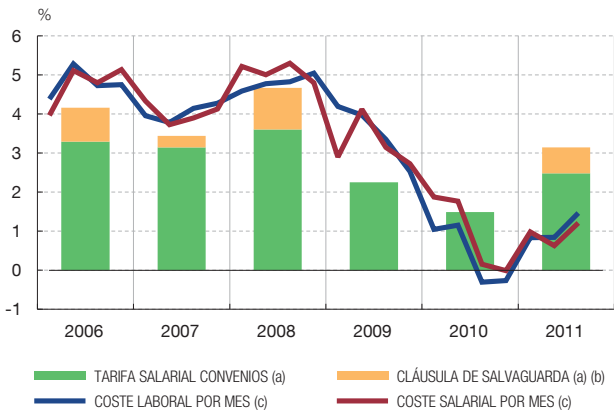
SERVICIOS DE MERCADO



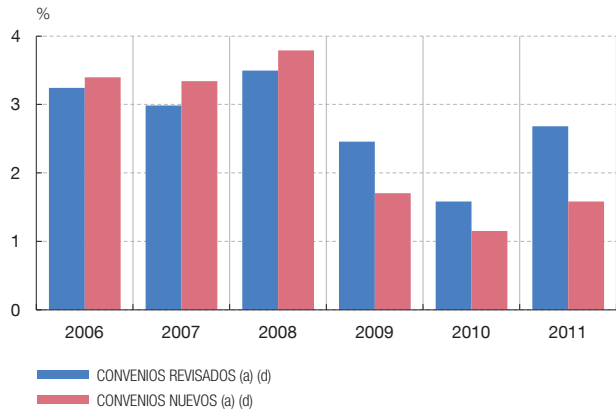
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



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

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

La contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) muestra igualmente un escenario desfavorable en el último trimestre de 2011. El número de contratos experimentó una contracción interanual del 3 %, tras la atonía del tercero (0,2 %). El retroceso del cuarto trimestre se extendió a los contratos temporales, tras casi dos años de continuos incrementos. Por su parte, la contratación indefinida disminuyó sustancialmente, especialmente la correspondiente a los contratos de fomento del empleo. El peso de los contratos indefinidos en el total volvió a descender, hasta situarse en diciembre de 2011 en el 5,6 %, cifra que marca un mínimo desde mayo de 1997. Por último, la contratación a tiempo completo intensificó su ritmo de caída interanual en el último trimestre del año y la modalidad a tiempo parcial, que había aumentado en anteriores trimestres, pasó a retroceder en el cuarto trimestre.

Los parados registrados en el SPEE aumentaron en más de un cuarto de millón de personas a lo largo del último trimestre de 2011, de forma que el número de desempleados se situó en diciembre en los 4,4 millones. La tasa de variación interanual de personas desempleadas aumentó 3,2 pp en el cuarto trimestre de 2001, hasta el 7,4 %. Se estima que esta evolución sería compatible con una tasa de paro, según la EPA, por encima del 22 %, nivel superior en cerca de 2 pp al registrado a finales de 2010. Por su parte, la población activa se habría mantenido estabilizada en niveles similares a los de los últimos trimestres como consecuencia de que los aumentos de la tasa de actividad femenina habrían seguido compensando los descensos en la población extranjera y en la tasa de actividad masculina.

4.3 Costes y precios

Las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos para 2011 aumentaron un 2,5 % entre enero y diciembre, en un contexto en el que el número de convenios negociados al terminar el año terminó siendo muy limitado. De hecho, el número de trabajadores afectados fue ligeramente superior a los seis millones, lo que supone casi un millón de trabajadores menos que en el mismo mes de 2010 y la cifra más baja desde 1997. El incremento de las tarifas en los convenios de nueva firma —que afectan a poco más de un millón de trabajadores— alcanzó el 1,6 %, en línea con el punto medio de la banda salarial recomendada por

el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) de 2010 (véase panel derecho del gráfico 19). Sin embargo, la mayoría de los convenios registrados correspondieron a revisiones de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores y muestran un incremento de tarifas del 2,7 %. Este aumento se explica, en gran medida, por la existencia de convenios referenciados al incremento interanual del IPC de diciembre de 2010, que fue del 3 %. Por otra parte, la estimación de la cláusula de salvaguarda respecto a la inflación correspondiente al año 2010, pero que se cobró en 2011, se eleva a 0,7 pp. En este sentido, hay que recordar que alrededor de la mitad de los trabajadores con convenio registrado siguen incorporando cláusulas de salvaguarda anual. Los convenios de empresa continuaron mostrando una mayor adecuación a la situación del mercado de trabajo, con un incremento salarial del 1,9 %, que contrasta con el 2,5 % observado en los de ámbito sectorial.

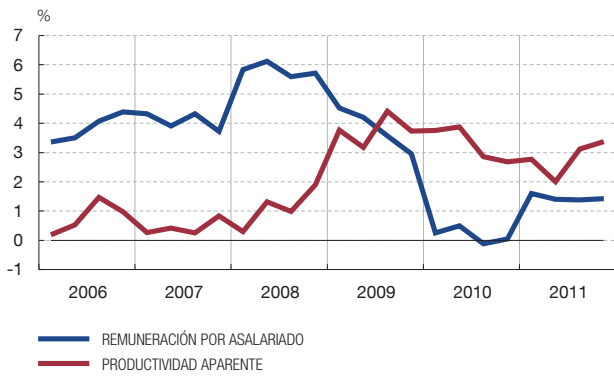
La evolución de las tarifas salariales contrasta con la mayor moderación que muestran otros indicadores, como la Encuesta Trimestral de Coste Salarial (ETCL), que experimentó un avance del 1,5 % interanual en el tercer trimestre (véase panel izquierdo del gráfico 19), aunque el coste laboral por persona y mes se aceleró en este período. Se estima que el incremento interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en los meses finales del año se mantendrá en el 1,4 % (véase gráfico 20). Dado que se espera un nuevo incremento de la productividad en el trimestre, los costes laborales unitarios habrían seguido descendiendo en los meses finales del ejercicio, registrando una caída cercana al 2 % en el conjunto del cuarto trimestre.

En el período analizado, los deflatores de los principales componentes de la demanda registraron crecimientos interanuales bastante inferiores a los de la primera parte del año, como resultado, en buena medida, de la evolución de los precios de producción interior —computados por el deflactor del PIB—, cuya tasa disminuyó cinco décimas respecto al trimestre previo, pero también de la de los precios de los bienes importados, que mostraron crecimientos más moderados.

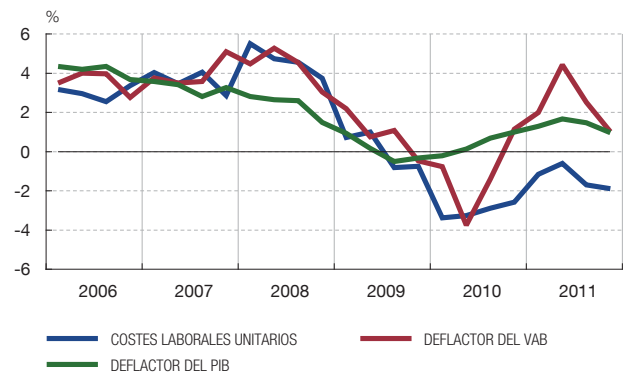
Durante el cuarto trimestre de 2011, los principales indicadores de precios de consumo acentuaron la tendencia descendente que venían registrando en los meses anteriores. La tasa interanual del IPC en diciembre fue del 2,4 %, siete décimas por debajo de la de septiembre (véase gráfico 21). En ese mismo período, la desaceleración del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— fue de dos décimas, hasta el 1,5 %. El menor ritmo de crecimiento de estos indicadores refleja el agotamiento del efecto base del aumento de la imposición especial sobre el tabaco de diciembre de 2010, así como los efectos de comparación de los precios de la energía. Los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron ligeramente su ritmo de avance, a pesar de los mayores precios de producción nacional y los elevados precios de importación de este tipo de bienes, en un contexto de depreciación del tipo de cambio del euro. Los precios de los servicios aumentaron una décima su ritmo de variación, tras nueve meses de desaceleración. El componente energético mostró una desaceleración sustancial, recortando su tasa de crecimiento 5,6 pp, hasta el 10,3 %. Los precios de los alimentos no elaborados redujeron igualmente su ritmo de avance durante el trimestre.

En los meses finales de 2011, la moderación de la inflación —medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— fue más intensa en España que en la zona del euro, con lo que el diferencial, que había sido nulo en septiembre, se redujo a lo largo del trimestre. De este modo, la inflación española fue en diciembre 3 décimas inferior a la del área del euro (véase gráfico 22). El diferencial en términos de IPSEBENE fue también negativo (-0,6 pp). Por componentes, el diferencial fue positivo solamente en el caso de

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

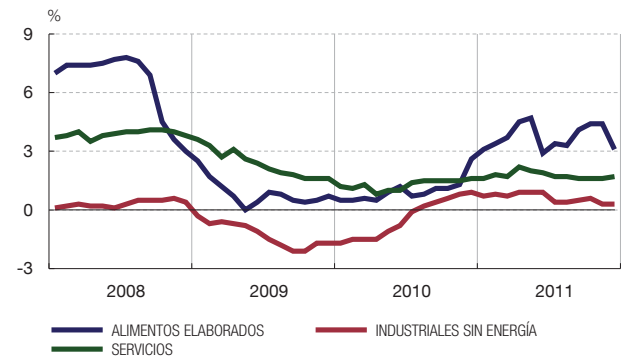
a Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

INDICADORES DE PRECIOS (a)
España

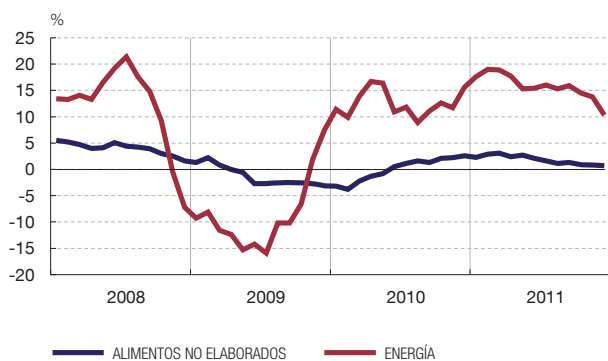
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



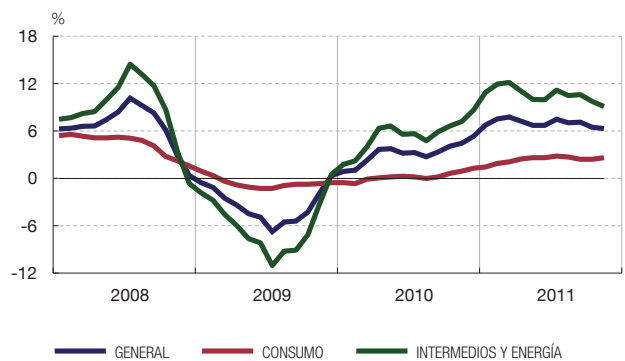
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



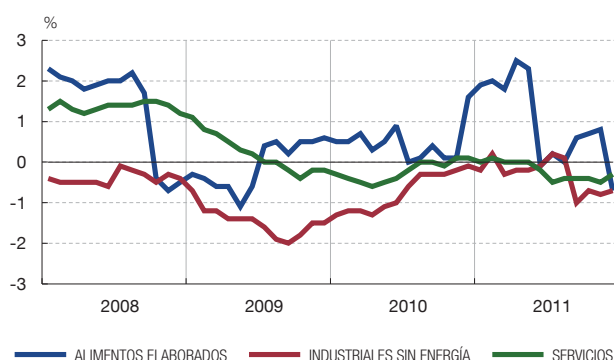
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



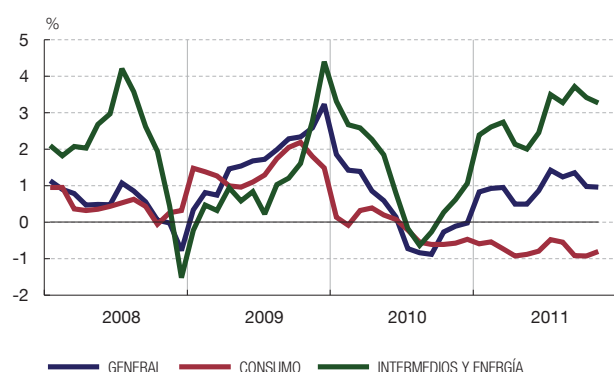
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

los bienes energéticos, lo que se debió en parte a los mayores aumentos de los precios del gas y de la electricidad en España, pero también al mayor encarecimiento de los precios de los carburantes en nuestro país. Los restantes componentes registraron en diciembre un diferencial negativo cuya cuantía oscila entre tres décimas en los servicios y siete en el de los bienes industriales no energéticos y los alimentos elaborados. En comparación con el final del trimestre anterior, la mayor variación del diferencial se produjo en este último caso, pues los precios de estos bienes pasaron a registrar menores incrementos en España que en la zona del euro, tras la desaparición en diciembre de 2011 del efecto escalón asociado al aumento de los precios del tabaco del mismo mes de 2010 en nuestro país.

El índice de precios industriales se moderó durante el cuarto trimestre, registrando un ritmo de variación interanual del 6,3 % en noviembre, ocho décimas por debajo de la tasa observada en septiembre. Esta evolución se explica fundamentalmente por el menor avance de los precios de los productos energéticos e intermedios. Los precios de los bienes industriales de consumo y de equipo mantuvieron tasas interanuales de variación similares a las del trimestre anterior. Por su parte, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales se moderaron, alcanzando en noviembre tasas interanuales del 8,8 % y del 4,4 %, respectivamente. En ambos

Millones de euros y %

	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010/2009	Liquidación ene-jun. Variación porcentual 2011/2010	2010 ene-sep	2011 ene-sep	Variación porcentual
	1	2	5	6	7	8 = 7/6
1 RECURSOS TOTALES	381.427	3,7	-1,4	272.244	270.061	-0,8
Recursos corrientes	381.293	3,7	-1,5	275.155	273.308	-0,7
Impuestos sobre producción e importaciones	108.699	17,7	-4,3	79.625	79.243	-0,5
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	99.698	-1,4	0,7	69.977	70.201	0,3
Cotizaciones sociales	140.170	0,0	-0,4	104.126	103.593	-0,5
Otros recursos corrientes	32.726	-3,6	-1,8	21.427	20.271	-5,4
Recursos de capital	134	-1,5	10,3	-2.911	-3.247	-11,5
2 EMPLEOS TOTALES	479.645	-1,1	-1,2	333.487	326.861	-2,0
Empleos corrientes	426.997	1,0	0,7	299.019	300.191	0,4
Remuneración de asalariados	124.781	-0,7	-2,4	90.170	88.536	-1,8
Otros gastos en consumo final (a)	91.355	-2,5	2,0	59.838	58.973	-1,4
Prestaciones sociales (no en especie)	160.974	4,7	0,0	114.638	115.317	0,6
Intereses efectivos pagados	20.120	8,6	26,3	14.727	18.457	25,3
Subvenciones	12.147	2,6	-0,4	7.695	7.441	-3,3
Otros empleos y transferencias corrientes	17.620	-8,7	-5,6	11.951	11.467	-4,0
Empleos de capital	52.648	-15,1	-17,4	34.468	26.670	-22,6
Formación bruta de capital	40.091	-14,3	-20,7	28.699	22.321	-22,2
Otros gastos de capital (b)	12.557	-17,6	-0,4	5.769	4.349	-24,6
3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINAN. (3 = 1 - 2)	-98.218	—	—	-61.243	-56.800	7,3
(En porcentaje del PIB nominal)	-9,3	—	—	-7,9	-7,1	—
PRO MEMORIA :						
Saldo Primario	-78.098	—	—	-46.516	-38.343	—
Gasto en consumo final	221.715	-0,8	0,1	154.760	153.212	-1,0

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

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

casos, los precios de los productos energéticos mostraron tasas de crecimiento muy elevadas.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

En el Consejo de Ministros del 30 de diciembre se anunció que el déficit del conjunto del sector de las AAPP en términos de Contabilidad Nacional se habría situado en 2011 en el entorno del 8 % del PIB, lo que supone una desviación significativa con respecto al objetivo oficial del 6 % del PIB. De acuerdo con la información proporcionada por el Gobierno, todos los agentes que componen las AAPP habrían experimentado desviaciones negativas, en particular las Administraciones Territoriales (AATT), que habrían sido responsables de dos terceras partes de la desviación total. La información completa sobre el cierre de 2011 estará disponible en marzo. En esta sección se realiza un repaso de la última información estadística publicada sobre la actuación de las AAPP.

Los últimos datos disponibles para el conjunto del sector de las AAPP en términos de Contabilidad Nacional se publicaron el día 30 de diciembre, y se refieren al tercer trimestre de 2011. De acuerdo con esta fuente de información, el sector de las AAPP habría presentado en el período de enero-septiembre de 2011 un saldo deficitario del

Millones de euros y %

	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación ene-sep. Variación porcentual 2011/2010	Liquidación		
						2010 ene-nov	2011 ene-nov	Variación porcentual 2011/2010
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7	8 = 7 / 6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	119.481	-3,4	123.405	3,3	-2,1	108.726	107.191	-1,4
Cotizaciones sociales	108.358	-4,4	111.778	3,2	-1,1	97.161	95.924	-1,3
Transferencias corrientes	8.357	12,3	8.154	-2,4	-11,8	8.370	8.050	-3,8
Otros ingresos	2.765	-6,7	3.473	25,6	-3,3	3.195	3.217	0,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	116.601	1,9	118.826	1,9	3,1	98.006	101.271	3,3
Personal	2.483	1,2	2.378	-4,2	-1,8	2.100	2.064	-1,7
Compras	2.032	1,9	1.719	-15,4	-4,0	1.413	1.345	-4,8
Transferencias corrientes	111.557	1,9	114.279	2,4	3,4	94.287	97.659	3,6
Pensiones contributivas	95.320	2,1	99.090	4,0	5,0	81.044	85.005	4,9
Incapacidad temporal	7.373	-9,5	7.009	-4,9	-9,6	5.272	4.853	-7,9
Resto	8.864	11,0	8.181	-7,7	-4,6	7.971	7.801	-2,1
Otros gastos	529	-6,1	450	-15,0	-16,4	206	204	-1,0
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	2.880	—	4.579	—	—	10.720	5.920	—

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

7,1 % del PIB, 8 décimas por debajo del déficit del 7,9 % del PIB acumulado en el mismo período de 2010 (véase cuadro 4). Por componentes, destaca la debilidad de los ingresos públicos, que cayeron un 0,8 % entre enero y septiembre, que contrasta con la previsión recogida en el último Programa de Estabilidad, de un aumento en el conjunto de 2011 superior al 5 %. Por su parte, los empleos totales de las AAPP disminuyeron un 2 % en los tres primeros trimestres del año, más en línea con la reducción del 2,5 % incluida en el Programa de Estabilidad.

Por subsectores, se dispone de información hasta noviembre de la ejecución presupuestaria de las Administraciones de la Seguridad Social (véase cuadro 5). De acuerdo con esta información, destaca la debilidad de la recaudación por cotizaciones sociales, que se habrían contraído algo más del 1 % en 2011, debido a la evolución negativa de las afiliaciones a la Seguridad Social. Respecto al gasto, las prestaciones contributivas habrían crecido en el entorno del 5 %, a pesar de la congelación de las pensiones (excepto las mínimas) en 2011, reflejando un ligero aumento del número de pensiones pagadas y un cierto incremento de la pensión media percibida, mientras que el gasto en prestaciones por desempleo y otras prestaciones sociales (principalmente incapacidad temporal) se habría reducido sustancialmente. La debilidad de los ingresos, dada la relativa persistencia del gasto en prestaciones, habría generado, según la estimación de cierre de 2011 proporcionada por el Gobierno, un déficit del conjunto de las Administraciones de la Seguridad Social de 0,7 mm de euros, lo que implicaría una desviación negativa con respecto al objetivo del subsector en términos de Contabilidad Nacional de 5 décimas de PIB.

Por su parte, el Estado registró un déficit de 52,4 mm de euros hasta noviembre de 2011, en términos de Contabilidad Nacional, lo que representó un 4,8 % del PIB (5,2 % en el mismo período de 2010), frente al objetivo del 2,3 % del PIB para el conjunto del

Las Comunidades Autónomas (CCAA) gestionaron en el año 2010 (últimos datos disponibles) el 37 % del total de gastos de las Administraciones Públicas (AAPP), siendo responsables de cerca del 94 % del gasto público en salud y en educación y del 55 % del empleo al servicio de las AAPP¹. Por otra parte, el nuevo sistema de financiación de las CCAA de régimen común aumentó en 2010 de manera significativa los porcentajes de cesión a las CCAA del IRPF (del 33 % al 50 %), del IVA (del 35 % al 50 %) y de los impuestos especiales de fabricación (del 40 % al 58 %).

Esta relevancia de las CCAA en términos de responsabilidad de ingresos y gastos públicos subraya la importancia de su contribución a la estabilidad presupuestaria. En este contexto, el último Programa de Estabilidad de España establecía una pauta de reducción del déficit público de las CCAA, en términos de Contabilidad Nacional (CN), desde el -3,5 % del PIB en 2010 hasta situarse en el -3,3 % y -1,3 % del PIB en 2011 y 2012, respectivamente². El Gobierno anunció, sin embargo, el pasado 30 de diciembre de 2011 que las CCAA se desviarán en alrededor de 1,2 pp del objetivo marcado para 2011. Los últimos datos de ejecución de los presupuestos de las CCAA disponibles, correspondientes al tercer trimestre del 2011, apuntan a que el origen de esta desviación se concentraría principalmente en la debili-

dad de los ingresos, con una caída del 3 % hasta el tercer trimestre, frente a una previsión presupuestaria de ligero aumento para el conjunto de 2011. Por su parte, la evolución del gasto hasta el tercer trimestre se encontraba en línea con la incluida en los presupuestos para el conjunto del año³.

En los meses finales de 2011, las CCAA fueron presentando sus proyectos presupuestarios para el año 2012, según el calendario establecido, cuyas principales rúbricas se agregan en el cuadro adjunto⁴. De acuerdo con esta agregación, estos presupuestos apuntan a un déficit del 1,2 % del PIB en 2012. Por partidas, debe tenerse en cuenta que las cifras del cuadro citado se refieren a los presupuestos iniciales y que no se dispone de la liquidación del año 2011. En la medida que se produzcan desviaciones significativas en 2011 en relación con los presupuestos iniciales, las tasas de variación sobre presupuestos iniciales mostradas en el cuadro no resultarán informativas. Además, dado el retraso en la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 2012, la estimación de los ingresos en los presupuestos de las CCAA tiene una incertidumbre mayor que en años anteriores. Con estas salvedades, de la información agregada destacan los aumentos presupuestados en los impuestos, tanto los directos como, en especial, los indirectos, aunque no llegan a compensar la caída en los ingresos previstos por tasas y transferencias corrientes y por los ingresos de capital. Por lo que respecta a los gastos, se presupuesta una caída del 2,1 % sobre el gasto inicialmente presupuestado en 2011, que se concentraría en los de capital (-14,5 %). En particular, las inversiones reales se situarían a finales de 2012 en un nivel de prácticamente la mitad de lo presupuestado en 2008. Por su parte, la carga de intereses es la única partida para la que se prevé un incremento, del 35 %, similar al de años previos y derivado del aumento de la deuda emitida.

1 De acuerdo con el último Boletín estadístico del personal al servicio de las Administraciones Públicas.

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

3 Es importante resaltar que los datos de ejecución presupuestaria de las CCAA que publica el Ministerio de Economía con periodicidad trimestral no son directamente comparables con los datos disponibles sobre los presupuestos iniciales de las CCAA. El Ministerio realiza determinados ajustes de homogeneización basados en fuentes de información que no son públicas. En este sentido, además, se espera que el Ministerio publique a lo largo del primer trimestre los presupuestos iniciales de las CCAA en términos homogéneos, que diferirán, por tanto, en determinadas partidas, de la agregación presentada en el cuadro adjunto.

4 Se han prorrogado los presupuestos de Castilla-La Mancha y Castilla y León, por lo que estas comunidades se incluyen como un promedio del resto de comunidades.

m€ y %

	2008	2009	2010	2011	2012 (a)	Tasas de variación			
						2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	168.225	164.814	150.158	152.191	151.416	-2,0	-8,9	1,4	-0,5
Ingresos corrientes	159.416	155.318	141.858	142.557	142.889	-2,6	-8,7	0,5	0,2
Impuestos directos	32.202	38.247	29.955	40.176	41.120	18,8	-21,7	34,1	2,4
Impuestos indirectos	56.114	44.725	36.114	50.570	55.953	-20,3	-19,3	40,0	10,6
Tasas, precios y otros ingresos	4.546	4.753	4.882	4.978	4.473	4,5	2,7	2,0	-10,1
Transferencias corrientes	65.997	67.001	70.356	46.056	40.281	1,5	5,0	-34,5	-12,5
Ingresos patrimoniales	557	592	551	777	1.062	6,4	-6,9	41,0	36,7
Ingresos de capital	8.808	9.495	8.300	9.634	8.527	7,8	-12,6	16,1	-11,5
Enajenación de inversiones reales	630	633	518	2.197	1.591	0,4	-18,1	—	-27,6
Transferencias de capital	8.178	8.863	7.782	7.437	6.935	8,4	-12,2	-4,4	-6,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	168.544	175.029	174.608	168.011	164.554	3,8	-0,2	-3,8	-2,1
Pagos corrientes	136.373	143.187	144.923	144.320	144.310	5,0	1,2	-0,4	0,0
Gastos de personal	52.328	55.335	56.507	53.721	53.581	5,7	2,1	-4,9	-0,3
Gastos corrientes en bienes y servicios	28.033	28.924	29.467	28.470	28.344	3,2	1,9	-3,4	-0,4
Gastos financieros	2.489	2.741	3.714	4.942	6.669	10,1	35,5	33,1	34,9
Transferencias corrientes	53.347	55.978	54.998	57.071	55.345	4,9	-1,8	3,8	-3,0
Fondo de contingencia y otros imprevistos	175	209	237	117	371	19,2	13,6	-50,8	—
Pagos de capital	32.171	31.842	29.685	23.691	20.245	-1,0	-6,8	-20,2	-14,5
Inversiones reales	16.381	15.975	13.276	9.899	8.381	-2,5	-16,9	-25,4	-15,3
Transferencias de capital	15.790	15.867	16.409	13.792	11.863	0,5	3,4	-15,9	-14,0
3 SALDO NO FINANCIERO (1-2)	-319	-10.215	-24.450	-15.820	-13.138	—	—	—	—
% del PIB	0,0	-1,0	-2,3	-1,5	-1,2	—	—	—	—
PRO MEMORIA (% del PIB):									
SALDO DE CN (b)	-1,6	-2,0	-3,1	-3,3	-1,3	—	—	—	—
SALDO DE CN con aplazamientos (c)	-1,6	-2,0	-2,4	-1,3	-1,3	—	—	—	—

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

a Todas las CCAA. Se supone que Castilla-La Mancha y Castilla y León presupuestan sus capítulos como el promedio del resto de CCAA.**b** El saldo de CN refleja como pagos de CCAA en 2011 los aplazados, aunque no se reflejan en los presupuestos.**c** Para 2012 se muestra el objetivo de estabilidad presupuestaria incluido en la última Actualización del Programa de Estabilidad.

año, aunque debe tenerse en cuenta que en diciembre el Estado contabilizará como ingresos los correspondientes a la liquidación del sistema de financiación de las CCAA de 2009, que superaría, según las cifras oficiales, los dos puntos de PIB. Por otra parte, en términos de caja, el Estado acumuló entre enero y noviembre de 2011 un déficit de 38,5 mm de euros (véase cuadro 6), frente al déficit presupuestado para el conjunto de ese año de 44 mm de euros.

Se dispone también de la información hasta noviembre de 2011 sobre la recaudación relativa a los impuestos compartidos por el Estado y las Administraciones Territoriales (AATT), en términos de contabilidad presupuestaria, que confirmaría la debilidad de los ingresos impositivos en el conjunto de 2011. En el ámbito de la imposición indirecta, la recaudación por impuestos especiales habría presentado crecimientos muy alejados de

Millones de euros y %

	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación ene-sep. Variación porcentual 2010/2009	2010 ene-nov	2011 ene-nov	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	127.337	24,8	106.020	-16,7	-20,1	119.210	97.314	-18,4
Impuestos directos	59.262	9,5	55.239	-6,8	-14,6	57.057	49.592	-13,1
IRPF	39.326	29,2	35.494	-9,7	-15,6	37.055	32.055	-13,5
Sociedades	16.198	-19,8	16.008	-1,2	-12,3	16.489	14.611	-11,4
Otros (a)	3.738	7,5	3.737	-0,0	-13,1	3.512	2.926	-16,7
Impuestos indirectos	51.825	80,8	36.142	-30,3	-32,0	49.735	34.815	-30,0
IVA	38.486	143,8	24.968	-35,1	-33,4	37.445	26.190	-30,1
Especiales	10.338	1,9	8.179	-20,9	-36,1	9.515	5.884	-38,2
Otros (b)	3.001	9,5	2.995	-0,2	0,8	2.775	2.740	-1,2
Otros ingresos	16.251	-15,7	14.639	-9,9	4,2	12.419	12.908	3,9
2 PAGOS NO FINANCIEROS	179.572	-5,1	150.056	-16,4	-19,5	162.257	135.863	-16,3
Personal	26.975	1,5	26.982	0,0	0,9	23.181	23.767	2,5
Compras	4.632	-4,7	3.384	-26,9	-10,1	3.542	3.308	-6,6
Intereses	19.638	11,3	27.421	39,6	5,7	19.516	21.955	12,5
Transferencias corrientes	104.656	-6,9	74.598	-28,7	-27,9	95.404	72.905	-23,6
Inversiones reales	8.782	-16,1	5.793	-34,0	-26,9	7.352	5.472	-25,6
Transferencias de capital	14.890	-14,2	9.208	-38,2	-35,5	13.263	8.455	-36,2
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-52.235	—	-44.036	—	—	-43.047	-38.549	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
TOTAL	135.862	16,3	141.538	4,2	2,3	127.752	130.832	2,4
IRPF	66.977	4,9	71.761	7,1	4,1	62.610	65.226	4,2
IVA	49.079	46,2	48.952	-0,3	1,9	46.947	48.126	2,5
Imp. especiales	19.806	2,4	20.825	5,1	-3,0	18.195	17.480	-3,9

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
b Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

los objetivos presupuestarios (-3,9 % en el período enero-noviembre frente al 5,1 % presupuestado para 2011), mientras que la evolución del IVA habría estado por encima de lo presupuestado (2,5 % hasta noviembre). Por su parte, el IRPF creció un 4,2 % hasta noviembre, frente al 7,1 % presupuestado para el conjunto del año. Finalmente, la recaudación del impuesto de sociedades (Estado) cayó en el período de enero-noviembre un 11,4 %, por debajo de la previsión de aumento de la recaudación del 1,2 % recogida en el presupuesto, y a pesar de que se ha producido un cierto repunte en la recaudación de este impuesto en el último trimestre del año, como consecuencia de los cambios en la periodificación de los pagos fraccionados recogidos en el Real Decreto Ley 9/2011, de 19 de agosto.

4.5 La balanza de pagos

Durante los diez primeros meses de 2011, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 27,8 mm de euros, un 24 % inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 7). Esta disminución del déficit se explica por el menor saldo negativo por cuenta corriente, que compensó la contracción del

BALANZA DE PAGOS: RESUMEN (a)

CUADRO 7

Millones de euros

		Enero-octubre		Tasa de variación 2011/2010 (b)
		2010	2011	
INGRESOS	Cuenta corriente	278.444	314.498	12,9
	Mercancías	155.988	184.595	18,3
	Servicios	79.481	85.882	8,1
	Turismo	35.037	38.264	9,2
	Otros servicios	44.444	47.619	7,1
	Rentas	30.974	29.142	-5,9
	Transferencias corrientes	12.000	14.878	24,0
	Cuenta de capital	6.455	5.445	-15,6
	Cuentas corriente + capital	284.899	319.943	12,3
PAGOS	Cuenta corriente	319.888	346.581	8,3
	Mercancías	195.188	218.637	12,0
	Servicios	54.247	54.620	0,7
	Turismo	10.596	10.344	-2,4
	Otros servicios	43.651	44.276	1,4
	Rentas	49.511	52.868	6,8
	Transferencias corrientes	20.941	20.455	-2,3
	Cuenta de capital	1.356	1.164	-14,1
	Cuentas corriente + capital	321.243	347.745	8,2
SALDOS	Cuenta corriente	-41.444	-32.083	9.361
	Mercancías	-39.200	-34.043	5.157
	Servicios	25.234	31.262	6.028
	Turismo	24.441	27.920	3.479
	Otros servicios	794	3.342	2.549
	Rentas	-18.537	-23.726	-5.188
	Transferencias corrientes	-8.941	-5.577	3.364
	Cuenta de capital	5.100	4.281	-818
	Cuentas corriente + capital	-36.344	-27.802	8.542

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

superávit de la cuenta de capital. A su vez, el descenso del desequilibrio por cuenta corriente reflejó la ampliación del superávit de servicios y la reducción de los déficits de la balanza comercial y de transferencias corrientes, que compensaron el incremento del déficit de rentas.

En los diez primeros meses de 2011, el déficit de la balanza comercial disminuyó un 13 %, hasta los 34 mm de euros, debido a la notable corrección del saldo no energético, que compensó con creces el incremento de la factura energética. El superávit de la balanza de servicios aumentó un 24 %, hasta 31 mm de euros, gracias tanto a la mejora del saldo turístico como a la del resto de servicios. Por su parte, el déficit de transferencias corrientes se redujo un 38 %, hasta 5,6 mm de euros, mientras que el saldo negativo de la balanza de rentas se amplió un 28 %, hasta 24 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital disminuyó un 16 %, hasta 4,3 mm de euros.

5 EVOLUCIÓN FINANCIERA

5.1 Rasgos más destacados

España volvió a estar entre los países más afectados por las tensiones financieras en la UEM ligadas a la crisis de la deuda soberana. Ello se reflejó en una alta volatilidad de la rentabilidad de los títulos emitidos por el Estado, que en el plazo de diez años llegó a alcanzar en los momentos de mayor tensión, en la segunda mitad de noviembre, valores cercanos al 7 %. No obstante, el Tesoro obtuvo, en el cuarto trimestre del año, un volumen abultado de fondos en las subastas realizadas, que siguieron contando con una demanda elevada (véase recuadro 5). Las turbulencias afectaron también a las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija emitidos por las empresas financieras, que aumentaron durante los últimos tres meses del ejercicio, mientras que las asociadas a títulos emitidos por las sociedades no financieras descendieron ligeramente. En los mercados bursátiles, el IBEX 35 mostró una elevada variabilidad, situándose al cierre de 2011 en un nivel muy próximo al de finales de septiembre, frente a las ganancias del 6,3 % y el 11,2 % del EUROSTOXX 50 y el S&P 500, respectivamente. De este modo, las pérdidas acumuladas en el año alcanzaron el 13,1 % para el índice español y el 17,1 % para el europeo, mientras que el estadounidense terminó el ejercicio en torno a los valores de finales de 2010 (véase gráfico 23).

En la parte transcurrida de 2012 se ha seguido observando una elevada volatilidad de los precios negociados en los mercados financieros, evolución que ha venido acompañada de una rebaja, en dos escalones, de la nota asignada al Reino de España por parte de una de las principales agencias de calificación crediticia, en el marco de una reevaluación generalizada al alza de los riesgos soberanos en el área del euro. En la fecha de cierre de este Informe, el índice IBEX 35 acumulaba un descenso desde principios de año del 0,4 % (el S&P 500 y el EUROSTOXX 50 presentaban ligeras ganancias), al tiempo que la rentabilidad de la deuda pública española a diez años y su diferencial frente a la alemana al mismo plazo se situaban en niveles próximos a los de finales del pasado ejercicio. Por su parte, las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por el sector privado se han reducido moderadamente.

En este contexto, las entidades de crédito se han enfrentado nuevamente a importantes dificultades para captar fondos en los mercados de renta fija y en el interbancario. En los primeros, no obstante, las emisiones netas fueron positivas en octubre y noviembre (última información disponible), si bien hay que tener en cuenta que durante este período los vencimientos de la deuda viva fueron relativamente reducidos. En el interbancario, la posición deudora neta de estas instituciones frente al exterior disminuyó durante el mismo período, como resultado del retroceso tanto de los recursos obtenidos en operaciones con garantía (por primera vez desde mediados de 2010) como, en mayor medida, del resto de financiación. Las importantes tensiones que persisten en este mercado se han reflejado en un nuevo aumento del diferencial entre el euríbor a un año y el *eurepo* (coste de las operaciones con garantía) al mismo plazo, que alcanzó los 174 pb a finales de año. Así, el primero apenas descendió (14 pb en el cuarto trimestre, hasta el 1,95 %), a pesar de la reducción de 50 pb en los tipos de interés oficiales que tuvo lugar en estos meses, mientras que el *eurepo* disminuyó de forma más acusada (35 pb). Ante esta situación, las entidades recurrieron al Eurosistema para cubrir una parte importante de sus necesidades de liquidez.

En el mercado inmobiliario, el descenso del precio de la vivienda libre se prolongó durante los últimos meses de 2011, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio

Los meses finales de 2011 se caracterizaron por una notable volatilidad de las cotizaciones en el mercado secundario de deuda pública española, así como en otros de la UEM. De este modo, si bien la rentabilidad de las obligaciones a diez años del Estado español terminó el año en torno a los niveles con los que se inició el último trimestre (ligeramente por encima del 5%, según puede apreciarse en el panel 1 del gráfico adjunto), en la segunda mitad

de noviembre llegaron a alcanzarse valores cercanos al 7%, circunstancia no observada desde 1997. En términos del diferencial de rentabilidad frente a Alemania, y dada la relativa estabilidad de los rendimientos de la deuda de este país, se alcanzaron valores superiores a 450 puntos básicos, claramente por encima de los máximos registrados el pasado verano. Esta evolución fue el resultado de la variable percepción de los agentes con respecto a

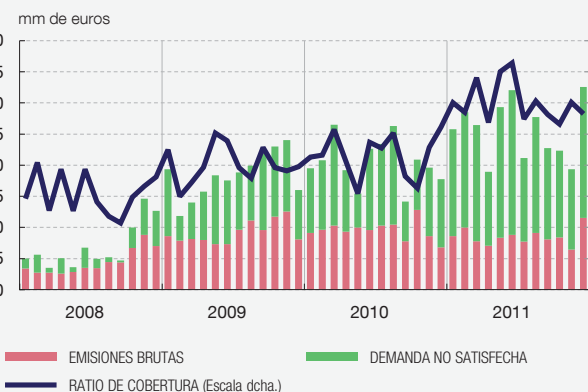
1 RENDIMIENTOS DE LA DEUDA DEL ESTADO A DIEZ AÑOS Y DIFERENCIAL CON ALEMANIA



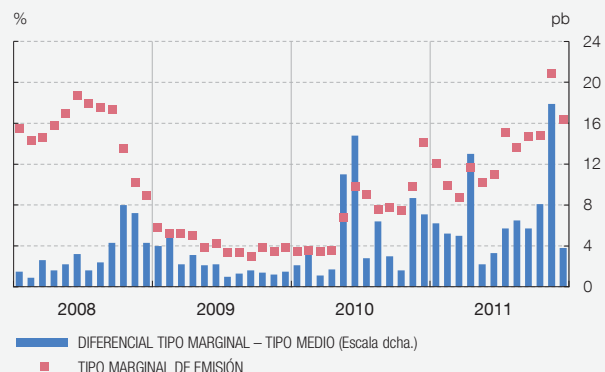
2 DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS. DIFERENCIAL COMPRADOR - VENDEDOR (a)



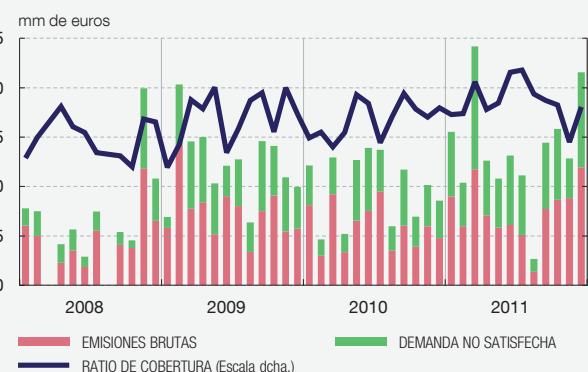
3 EMISIONES DE LETRAS DEL TESORO



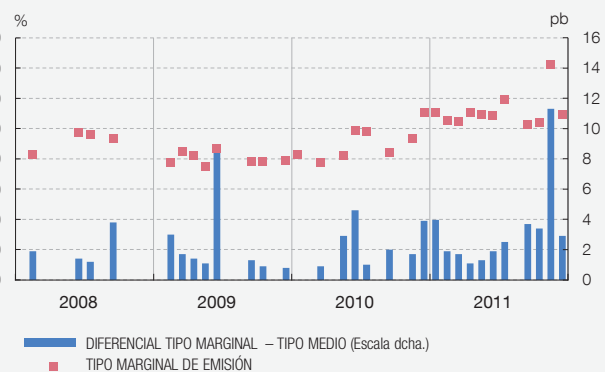
4 EMISIONES DE LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES



5 EMISIONES DE BONOS Y OBLIGACIONES



6 EMISIONES DE OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS



FUENTES: Bloomberg, Reuters y Banco de España.

a Media móvil de cinco días.

los retos a los que se enfrentan las distintas economías de la zona del euro y al alcance y la efectividad de las medidas adoptadas o en vías de implementarse.

En este contexto, las principales agencias de calificación recortaron la nota de los valores emitidos por el Estado español entre uno y dos escalones en octubre del año pasado, sustentado en una rebaja de las perspectivas de crecimiento a medio plazo, en los riesgos relacionados con la consolidación fiscal y en la intensificación de la crisis en la UEM. Posteriormente, en el marco de una revisión general de los riesgos soberanos en el área del euro, dos de dichas agencias anunciaron un nuevo período de revisión a la baja, que, en uno de los casos, se tradujo, el 13 de enero del año en curso, en un nuevo descenso de dos escalones de la calificación de la deuda soberana de nuestro país.

Las tensiones financieras tuvieron también un impacto negativo sobre la liquidez en el mercado secundario, aunque con un comportamiento dispar por instrumentos. Así, los volúmenes medios mensuales negociados en operaciones simples con bonos y obligaciones se redujeron en un 14 % en octubre-noviembre (últimos datos disponibles) con respecto a los del trimestre anterior, mientras que se elevaron en un 5 % en el caso de las letras del Tesoro. Con todo, las cifras registradas fueron, en ambos casos, notablemente superiores a las correspondientes a los últimos meses de 2010 (un 25 % y un 54 % más, respectivamente). Al mismo tiempo, como puede apreciarse en el panel 2 del gráfico adjunto, en el segmento de las obligaciones a diez años, el diferencial comprador-vendedor¹ —que es un indicador más directo de falta de liquidez— mostró un notable ascenso, volviendo a niveles próximos a los alcanzados en momentos pasados de gran tensión, como mayo y diciembre de 2010.

A pesar de estas tensiones, el Estado español pudo emitir un volumen bruto total de 56 mm de euros durante esos tres meses (un 40 % más que en el trimestre anterior y un 23 % más que en el mismo período de 2010), con una captación neta de fondos de 16 mm, lo que permitió cubrir satisfactoriamente las necesidades de financiación para el conjunto del año. Así, la emisión neta total (de letras, bonos, obligaciones) en 2011 fue de 48,6 mm de euros, ligeramente por encima de los 47,2 mm establecidos como objetivo a principios de año.

Por instrumentos, la emisión neta, durante el cuarto trimestre siguió concentrándose en los bonos y obligaciones, ya que la correspondiente a las letras fue inferior a 1 mm de euros. De este modo, a pesar de los mayores tipos de interés exigidos a dichos horizontes, el Tesoro continuó financiándose a plazos relativamente largos (la vida media de la deuda se situó al cierre del trimestre en 6,4 años, frente a los 6,5 de septiembre de 2011). Esta estrategia contribuye a reducir los riesgos de refinanciación, limitando las amortizaciones en los trimestres próximos.

Esto fue posible gracias a que la demanda de fondos por parte de los inversores siguió siendo significativa. No obstante, esta se redujo algo en las subastas realizadas en noviembre, coincidiendo con los momentos de máxima tensión en el mercado secundario. Este hecho se observa con claridad en los paneles 3 a 6 del gráfico adjunto. En el citado mes, la ratio de cobertura (volumen de peticiones recibidas en la subasta dividido por el importe concedido) permaneció elevada en las colocaciones de letras del Tesoro, pero solo a costa de una reducción en las cantidades adjudicadas y de un aumento significativo en los rendimientos ofrecidos. Asimismo, el diferencial entre el tipo marginal y el medio de las solicitudes adjudicadas (que suele ser también un indicador de la dificultad del emisor para colocar en el mercado los volúmenes deseados) se ampliaba hasta 18 puntos básicos, valor máximo observado en los últimos cuatro años. En las subastas de bonos y obligaciones llevadas a cabo durante dicho mes, la demanda también disminuyó apreciablemente, reduciéndose la ratio de cobertura y elevándose los tipos marginales y sus diferenciales con respecto al tipo medio de emisión. Esta situación revirtió, sin embargo, en el último mes del año, en el que —probablemente, atraídas por las elevadas rentabilidades alcanzadas y por la mayor facilidad de acceso de las entidades de crédito al Eurosistema derivada de las últimas medidas no convencionales aprobadas por el BCE— las peticiones se incrementaron de forma muy notable y el Tesoro español pudo recortar moderadamente sus costes de financiación, realizando, al mismo tiempo, la mayor emisión bruta mensual del año (23 mm de euros). Así, el tipo de interés marginal de la emisión de letras a doce meses se redujo al 4,05 %, frente al 5,20 % alcanzado en noviembre, con caídas todavía más significativas en los valores a tres y a seis meses. Por su parte, en la subasta de obligaciones a diez años el tipo marginal fue del 5,4 %, también notablemente por debajo del observado en noviembre (7,09 %).

De acuerdo con los resultados de las primeras subastas de bonos (12 de enero) y letras (17 de enero) de 2012, esta situación habría tenido continuidad en los inicios del año en curso. En las mismas, se colocaron cerca de 15 mm de euros (por encima del máximo previsto), con una fuerte demanda y rentabilidades marginales que se situaron en torno a 1,5-2 puntos porcentuales por debajo de la subasta anterior.

Con todo, el coste medio estimado de emisión del Estado durante el cuarto trimestre de 2011² se elevó al 5,2 % (frente a un 5 % en los tres meses precedentes y un 3,8 % en 2010), siendo este el valor más elevado registrado desde 2001. Ahora bien, dada la relativamente elevada vida media de los valores emitidos, este encarecimiento se traslada solo en una pequeña parte al coste total de financiación del Estado. La evolución futura de este último dependerá, de manera importante, de lo que ocurra con las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro.

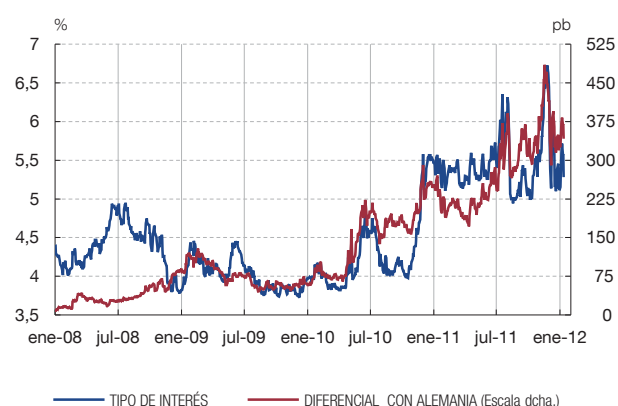
1 La diferencia entre el precio de oferta y el de demanda a los que cotizan los creadores de mercado. Cuanto más líquido es un mercado, más reducido es este diferencial.

2 Calculado como el coste medio resultante de cada una de las subastas, de los distintos instrumentos, ponderado por los saldos vivos existentes a los distintos plazos.

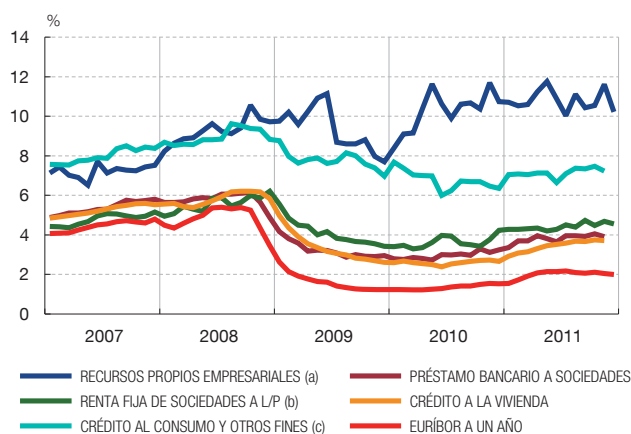
ÍNDICES BURSÁTILES



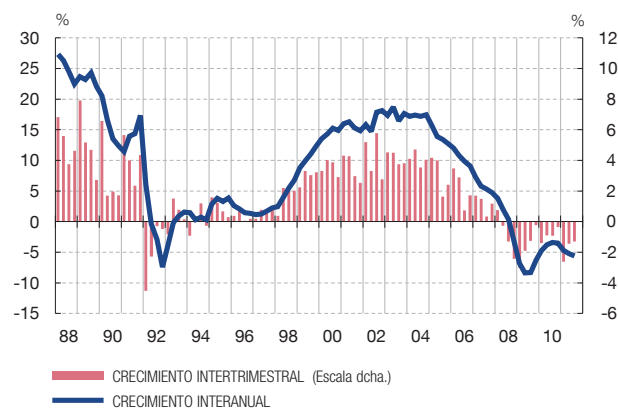
DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



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

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

de Fomento. Así, el ritmo de disminución interanual se situó en diciembre en el 6,8%, frente a una caída del 5,6% a finales del tercer trimestre (véase gráfico 23). En términos intertrimestrales, el retroceso fue del 1,6%, algo superior al de septiembre (1,3%). De este modo, el valor de mercado de este activo acumulaba, al cierre del pasado año, una caída del 19% desde comienzos de 2008 (25% en términos reales).

Los tipos de interés del crédito concedido a los hogares y a las sociedades mostraron cambios poco significativos entre septiembre y noviembre (último dato disponible). El moderado descenso de las rentabilidades interbancarias utilizadas como referencia en estas operaciones, que incorporaron solo en parte la relajación de la política monetaria registrada en este período, vino acompañado, en la mayoría de segmentos, de una ligera elevación de los diferenciales aplicados sobre dichas rentabilidades por parte de las entidades de crédito. Por su parte, aumentó el coste de las emisiones de renta fija de las empresas hasta finales de 2011, mientras que descendió el de los recursos propios.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación de hogares y sociedades, correspondientes a noviembre, muestran unos ritmos de caída algo superiores a los observados a finales del tercer trimestre. En el caso de las familias, la contracción del crédito se situó, en términos interanuales, en el 2,1 %, frente al 1,5 % de septiembre, como resultado de los mayores retrocesos tanto del crédito para adquisición de vivienda como del destinado a consumo y otros fines. Del mismo modo, el descenso interanual de la deuda de las sociedades alcanzó el 2,1 %, frente al 2 % de septiembre. Por instrumentos, la caída de los préstamos bancarios fue del 4,5 %, mientras que el ritmo de avance de los valores de renta fija se redujo hasta situarse en el 6 %. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al tercer trimestre de 2011, refleja contracciones en el saldo vivo de la financiación bancaria en todas las ramas de actividad, más intensas que las de junio.

La evolución de la deuda de empresas y familias, unida a la correspondiente a sus rentas y costes medios de financiación, permitió que las ratios de endeudamiento y carga financiera se redujeran nuevamente en el tercer trimestre de 2011. En el caso de las familias, la riqueza neta continuó cayendo, como resultado del descenso en el valor de su componente tanto inmobiliario como financiero. La prolongación de las pautas observadas en el endeudamiento, así como la evolución de los precios de los activos reales, apuntaría a una continuidad, durante los últimos meses del año, de las tendencias anteriores. En el caso de las sociedades, para la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa una caída de la actividad y de las rentas empresariales en los tres primeros trimestres de 2011 en relación con los mismos meses del año anterior. Esto se tradujo en un descenso de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios. Por otra parte, las ratios de endeudamiento en relación con los activos y con las rentas de estas sociedades apenas variaron, mientras que la carga financiera asociada aumentó ligeramente. Como resultado conjunto de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo aumentaron, con lo que se interrumpió la senda descendente que venían siguiendo.

Por tanto, aunque el proceso de desapalancamiento de empresas y familias ha seguido avanzando en el segundo semestre de 2011, ambos sectores siguen sometidos a un elevado grado de presión financiera, como refleja el nivel alcanzado por las ratios de dudosos. Así, el volumen de créditos clasificados en esta categoría continuó aumentando en octubre, lo que, junto con la reducción de la deuda concedida al conjunto de los otros sectores residentes (en los que se incluyen las empresas y familias), resultó en un ascenso de 0,26 pp de la ratio de dudosos para este agregado, que alcanzó el 7,4 %.

En el caso de las AAPP, se ha prolongado la desaceleración de la deuda, que sigue, no obstante, avanzando a ritmos elevados (12,6 %, en términos interanuales, en noviembre, 2,3 pp menos que en septiembre). Por instrumentos, se observa una disminución generalizada en la tasa de expansión, especialmente acusada en los valores a corto plazo, que descendió 2,9 pp, hasta el 3,6 %. El estancamiento intertrimestral de los pasivos de las AAPP y del PIB entre junio y septiembre permitió que, por primera vez desde comienzos de 2008, la ratio de endeudamiento del sector no aumentase en el tercer trimestre de 2011, si bien el incremento del coste medio de los fondos contribuyó a que volviera a crecer la carga financiera asociada.

Por otra parte, de acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el tercer trimestre de 2011 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,5 % del PIB, en términos acumulados de doce

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 8

Porcentaje del PIB

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

FUENTE: Banco de España.

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

meses, 0,1 pp menos que en junio (véase cuadro 8). Esta evolución fue el resultado de una disminución de la posición deudora de las AAPP (hasta el 8,8 % del PIB, 0,4 pp menos que a mediados de año), un aumento en la capacidad de financiación de los hogares, un descenso de la correspondiente a las sociedades y escasas variaciones en el saldo acreedor de las instituciones financieras. El detalle por instrumentos muestra que entre junio y septiembre el grueso de las entradas de capital del exterior se canalizó a través de la reducción de la posición interbancaria del Banco de España y, en menor medida, de las operaciones con garantía liquidadas en cámaras de contrapartida central.

En resumen, durante el cuarto trimestre de 2011 la evolución financiera en España ha estado marcada nuevamente por la intensificación de las tensiones financieras, que han afectado sobre todo al coste de financiación de los distintos sectores residentes, ya que el impacto potencial sobre los flujos se ha visto amortiguado por el acceso a la financiación del Eurosistema, que recientemente se ha visto facilitado adicionalmente por la introducción de subastas de liquidez a tres años.

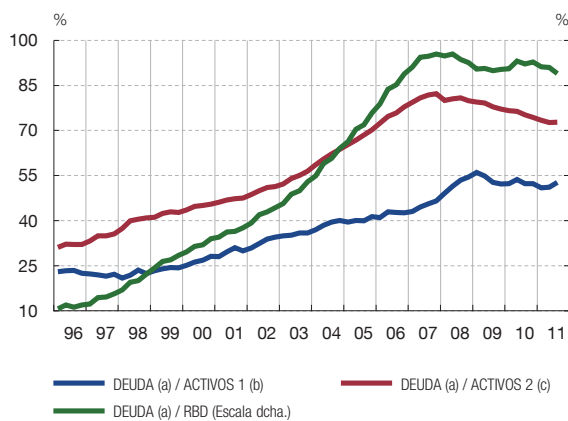
5.2 El sector hogares

El coste de la financiación bancaria de los hogares mostró variaciones poco significativas entre septiembre y noviembre. Así, el tipo de interés de los préstamos para adquisición de vivienda aumentó 5 pb, mientras que el asociado a los créditos para consumo y otros fines, que presenta una mayor variabilidad, descendió 12 pb. Estos cambios fueron el resultado de movimientos en la misma dirección de los diferenciales aplicados por las entidades de crédito sobre las rentabilidades interbancarias de referencia y de un ligero descenso de estas últimas.

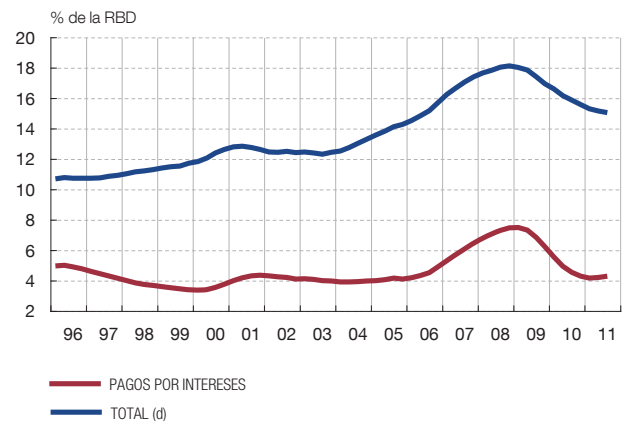
La deuda de las familias descendía en noviembre, en términos interanuales, un 2,1 %, 0,6 pp más que a finales del tercer trimestre, como resultado de los mayores retrocesos tanto del crédito para adquisición de vivienda (1,2 %, frente al 0,8 % de dos meses antes) como del destinado a consumo y otros fines (5 %, 1 pp más que en septiembre). En términos intertrimestrales anualizados también se observan cifras negativas en las tasas de crecimiento de la deuda del sector, algo más elevadas —en valor absoluto— que las de septiembre y muy similares a las interanuales.

La contracción de los pasivos de las familias, junto con el ligero ascenso de los ingresos, resultó en una disminución de 2 pp de la ratio de endeudamiento sobre la renta

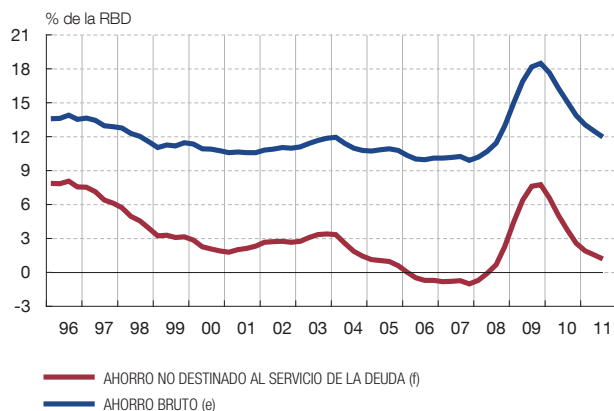
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



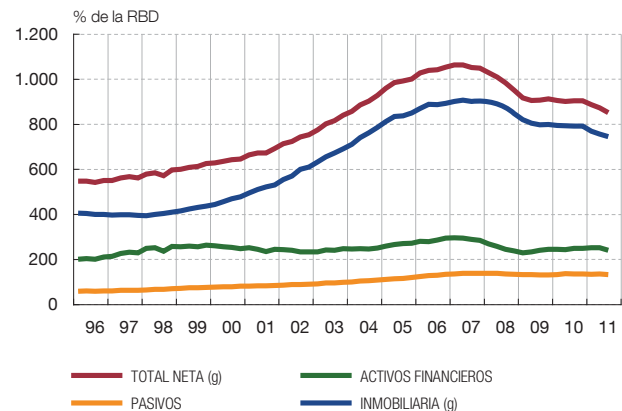
CARGA FINANCIERA



AHORRO



RIQUEZA



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

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

bruta disponible (RBD) entre junio y septiembre, prolongándose así la pauta de lento desapalancamiento (véase gráfico 24). La carga financiera en relación con la RBD se contrajo ligeramente, gracias a la reducción de los pagos asociados a la devolución del principal de las deudas, mientras que la tasa de ahorro bruto y el ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de los préstamos mantuvieron el perfil descendente que presentan desde principios de 2010. Ello volvió a ser compatible con el aumento de la capacidad de financiación, ya que la inversión en vivienda siguió cayendo. También volvió a reducirse durante estos meses la riqueza neta de los hogares, como resultado del descenso en el valor de su componente tanto inmobiliario como financiero.

De acuerdo con las cuentas financieras, para las que se dispone de información hasta el tercer trimestre del año, la inversión de los hogares en activos financieros descendió nuevamente, hasta alcanzar el 1,1 % del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 9). Entre junio y septiembre se produjo, de hecho, una desinversión en activos

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

CUADRO 9

Porcentaje del PIB

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

FUENTE: Banco de España.

- a No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b Excluye los fondos de inversión.
- c Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
- e Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

financieros, observándose los mayores retrocesos en las tenencias de efectivo (4,1 % del PIB), depósitos a la vista (3,6 % del PIB) y valores de renta fija a la largo plazo (1,1 % del PIB). En contraposición, la inversión en acciones y otras participaciones se recuperó y pasó a ser positiva, tras cinco trimestres consecutivos de desinversión.

Por último, la ratio de créditos dudosos del sector volvió a aumentar entre junio y septiembre, de forma que se situó en el 2,7 % en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y en el 7 % en los destinados a consumo y otros fines, 0,17 pp y 0,41 pp, respectivamente, por encima de los valores del segundo trimestre.

5.3 El sector de sociedades no financieras

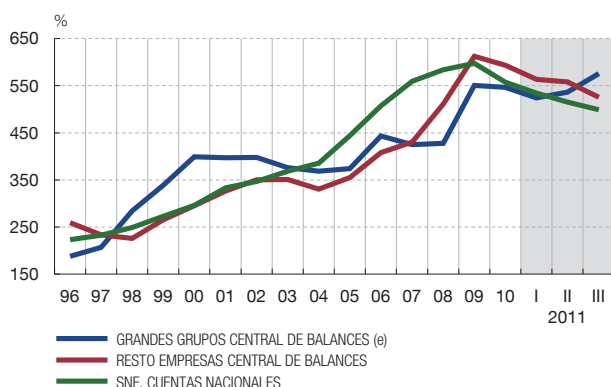
Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades mostraron, entre septiembre y noviembre, una evolución diferenciada en función del importe de las operaciones. Así, aumentó 10 pb el coste de los préstamos de hasta un millón de euros, mientras que descendió 13 pb en el caso de los de cuantía superior. Estas variaciones fueron el resultado de cambios en la misma dirección de los diferenciales aplicados por las entidades de crédito sobre las rentabilidades interbancarias de referencia y de un ligero descenso de estas últimas. Por lo que respecta al coste de otras fuentes de financiación empresarial, el de las emisiones de renta fija a corto plazo aumentó 67 pb durante el mismo período; y el de las de vencimiento a largo plazo, 9 pb entre septiembre y diciembre. En cambio, el coste de los recursos propios descendió 33 pb en el conjunto del trimestre, pero mostró una notable variabilidad, en consonancia con la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en estos meses.

De acuerdo con la última encuesta sobre acceso a financiación de las pymes elaborada por el BCE, las pymes de nuestro país reportaban un nuevo descenso en la disponibilidad de crédito entre abril y septiembre de 2011, aunque a un ritmo algo menor que el del semestre previo, y preveían que esta situación se prolongaría entre octubre de 2011 y marzo de 2012. A pesar de ello, la proporción de pequeñas y medianas compañías españolas cuyas solicitudes de financiación fueron denegadas descendió hasta el 11 %, frente al 16 % del semestre previo (y muy por debajo del 25 % registrado en la segunda mitad de 2009). Y aumentó 4 pp —hasta el 5 %— la proporción de las que rechazaron un préstamo concedido por considerar que el coste asociado exigido era excesivamente alto. Con respecto a las condiciones crediticias aplicadas en los préstamos, las pymes españolas percibieron un notable endurecimiento, similar al señalado por las empresas de mayor dimensión. Así, en términos netos, un 80 % de ellas tuvo que pagar unos tipos de interés más que elevados por la financiación recibida, y un 45 %, que aportar unas mayores garantías.

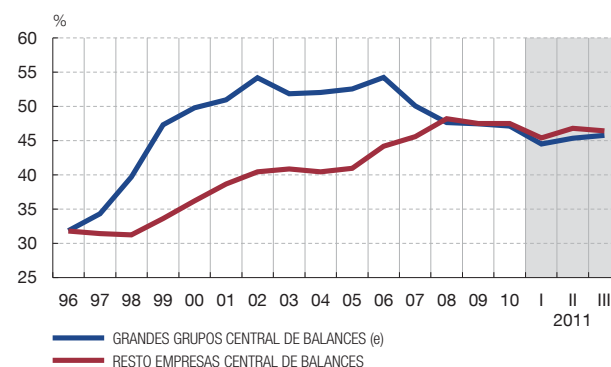
Los últimos datos disponibles sobre la financiación de las sociedades, correspondientes a noviembre, muestran unos ritmos de contracción interanual similares a los del final del tercer trimestre (del 2,1 %, frente al 2 % de septiembre). Por instrumentos, la caída de los préstamos bancarios concedidos por las entidades de crédito residentes fue del 4,5 %, 0,2 pp superior a la cifra de dos meses antes, mientras que el ritmo de avance de los valores de renta fija se redujo 1,9 pp, y se situó en el 6 %. En términos intertrimestrales anualizados, también se observan cifras negativas en las tasas de crecimiento de la deuda del sector (-1,7 %), algo superiores, en valor absoluto, a las de septiembre. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al tercer trimestre, refleja disminuciones en el saldo vivo de la financiación bancaria en todas las ramas de actividad, más acusadas que las de junio. De nuevo, el retroceso fue especialmente abultado en la construcción (15,8 %, en términos interanuales) y en los servicios inmobiliarios (5,2 %), y comparativamente más moderado en el resto de servicios (1,4 %). En la industria alcanzó el 4,3 %, frente al 3,9 % de junio.

De acuerdo con la información de las cuentas financieras, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial descendió en el tercer trimestre de 2011 hasta situarse en el 1,1 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,6 pp menos que en junio. A pesar de ello, la reducción de las adquisiciones en el resto del mundo se tradujo en un retroceso de la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, que pasó a presentar un saldo positivo equivalente al 0,2 % del PIB, frente al -0,8 % de mediados de año.

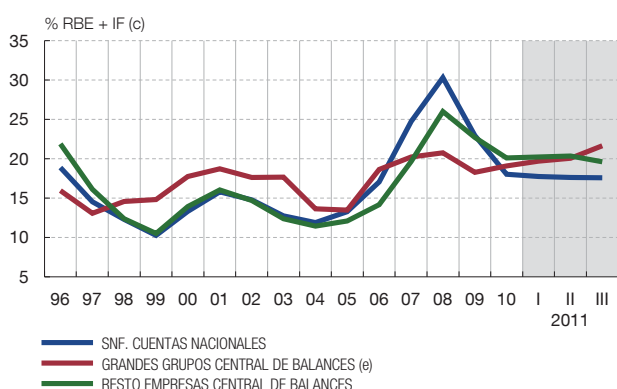
DEUDA (b) / REB + IF (c)



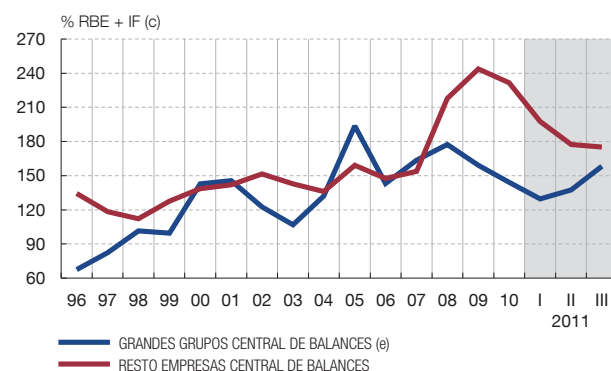
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



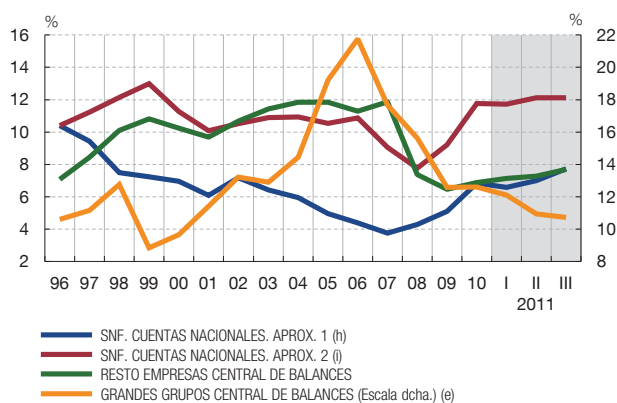
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



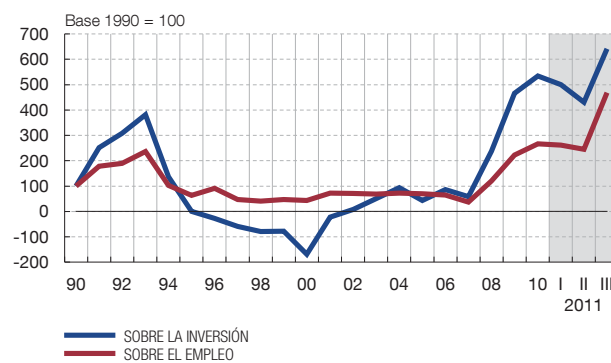
CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



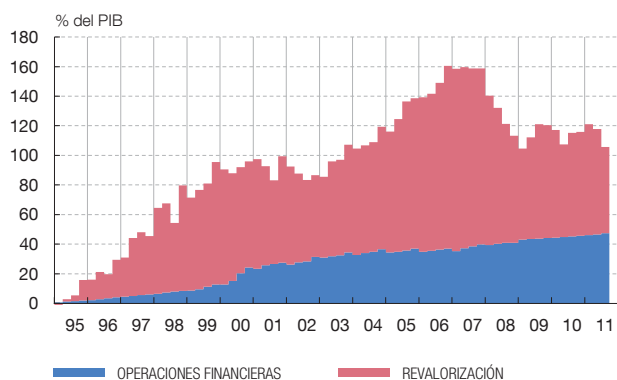
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS



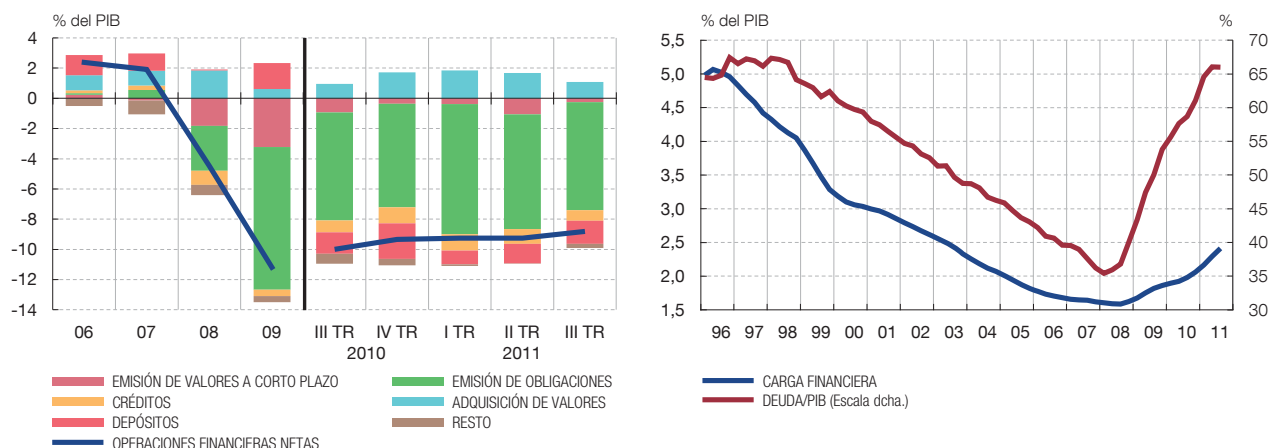
FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

El estancamiento de los pasivos de las sociedades, unido al ascenso moderado de sus rentas que recoge la Contabilidad Nacional en el tercer trimestre de 2011, hizo que la ratio de endeudamiento continuara disminuyendo lentamente, continuando con la tendencia iniciada en 2009 (véase gráfico 25). Esa evolución permitió que, a pesar del aumento en los costes medios de financiación, la carga financiera también descendiese levemente durante este período. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa una caída de la actividad y de las rentas empresariales en los tres primeros trimestres de 2011 en relación con los mismos meses del año anterior. Así, tras la recuperación observada en 2010, el resultado ordinario neto de estas sociedades disminuyó un 2,9 %, lo que se tradujo en un descenso de más de 1 pp de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, hasta el 6,5 %. Este retroceso, que fue generalizado por ramas de actividad y especialmente acusado en la de información y comunicaciones, fue compatible con un ascenso de la rentabilidad mediana, lo que sugiere que el curso del indicador agregado refleja el comportamiento de las empresas de mayor dimensión, que han presentado una evolución comparativamente menos favorable. Por su parte, las ratios de endeudamiento en relación con los activos y con las rentas de estas empresas apenas variaron, en un contexto en el que sus deudas mostraron escasas variaciones, mientras que la carga financiera asociada aumentó levemente. Como resultado conjunto de estos desarrollos, se interrumpió la senda descendente que venían presentando los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, que aumentaron, de forma más acusada en el segundo caso. De cara a los próximos trimestres, los analistas revisaron a la baja las expectativas de crecimiento a largo plazo de los beneficios de las sociedades cotizadas, y sobre todo las referidas al corto plazo, que pasaron a situarse en registros negativos, por primera vez desde principios de 2010 (véase gráfico 26).

La proporción de préstamos dudosos de las sociedades no financieras continuó creciendo en el tercer trimestre de 2011, y con mayor intensidad en los créditos a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios (cuya ratio se incrementó 1,23 pp) que en los del resto de sectores, para los que aumentó en 0,33 pp. En consecuencia, se han ampliado nuevamente las diferencias entre los indicadores de ambos grupos, situándose en septiembre en el 18,2 % y el 4,7 %, respectivamente.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a) CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

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

5.4 Las Administraciones Públicas

En el tercer trimestre de 2011, según las cuentas financieras, las necesidades de financiación de las AAPP se redujeron en una cifra equivalente a 0,4 pp del PIB en términos acumulados anuales, si bien continúan en valores elevados (8,8 % del PIB) (véase cuadro 8).

Una vez más, la principal vía usada por las AAPP para su financiación fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que obtuvieron fondos equivalentes al 7,4 % del PIB, 0,5 pp menos que en junio (véase gráfico 27). También descendió la captación de recursos mediante valores de corto plazo y créditos, que pasaron a representar, respectivamente, el 0,3 % y el 0,7 % del PIB (0,8 pp y 0,3 pp menos que a finales del primer semestre). Por el lado del activo, disminuyeron 0,6 pp las adquisiciones netas de valores, hasta el 1,1 % del PIB, y volvió a caer el saldo de sus depósitos, por un importe equivalente al 1,5 % del PIB, 0,2 pp más que en el segundo trimestre.

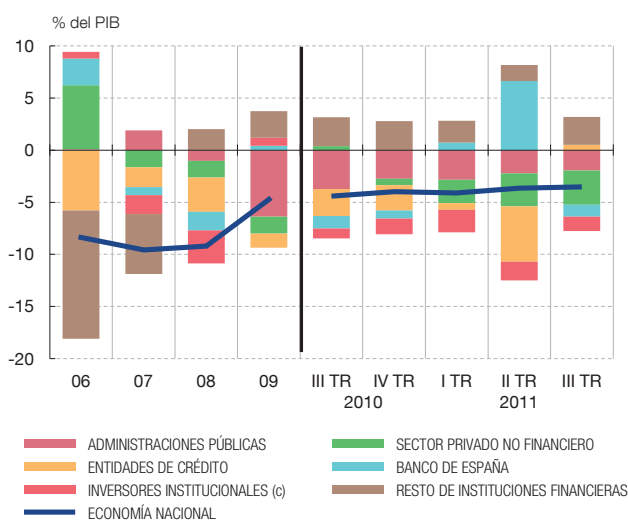
La tasa de avance de la deuda de las AAPP volvió a descender entre septiembre y noviembre. En términos interanuales, pasó a situarse, en ese último mes, en el 12,6 %, 2,3 pp menos que en el tercer trimestre. El estancamiento intertrimestral de los pasivos de las AAPP y del PIB entre junio y septiembre permitió que, por primera vez desde comienzos de 2008, la ratio de endeudamiento del sector no aumentase en el tercer trimestre de 2011, manteniéndose en el 66 % del PIB. No obstante, la carga financiera creció de nuevo, hasta alcanzar el 2,4 % del PIB, evolución a la que contribuyó el ascenso del coste medio de los fondos.

5.5 La posición financiera frente al exterior

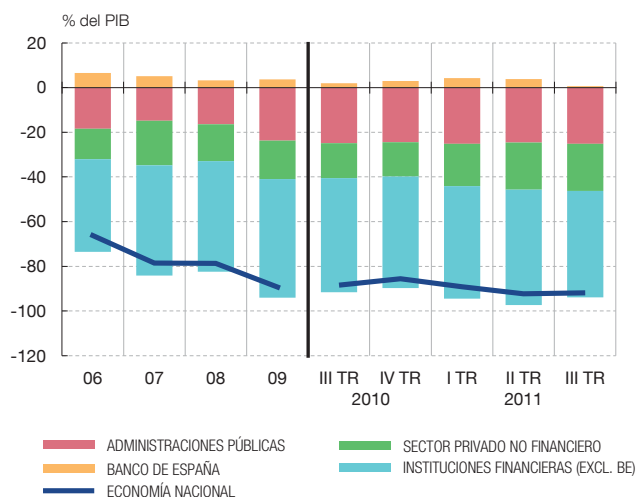
De acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el tercer trimestre de 2011 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,5 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp menos que en junio (véase cuadro 8). Esta evolución fue el resultado de la disminución de la posición deudora de las AAPP, el aumento en la capacidad de financiación de los hogares, el descenso de las sociedades y escasas variaciones en el saldo acreedor de las instituciones financieras.

Por sectores, los hogares y las sociedades obtuvieron, en términos netos, un volumen de fondos del exterior del 4 % del PIB en el tercer trimestre (1,6 pp más que en los tres meses

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



FUENTE: Banco de España.

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

previos). También las AAPP recibieron recursos de no residentes, aunque en menor medida (un 1,1 % del PIB y un 1,9 % del PIB, en términos acumulados de doce meses) (véase gráfico 28). En contraposición, las entidades de crédito pasaron a conceder, en términos netos, financiación al resto del mundo, por un importe elevado, equivalente al 8,7 % del PIB (0,5 % en los últimos doce meses). También se incrementaron las entradas de capital asociadas a la actividad de los inversores institucionales, que siguieron reduciendo sus tenencias de activos foráneos. Los recursos captados en el resto del mundo por los sectores residentes (distintos del Banco de España) fueron insuficientes para cubrir las salidas netas de fondos y las necesidades de financiación de la nación. Como resultado, el saldo que presentaron las operaciones financieras netas del Banco de España frente al exterior fue nuevamente deudor, y por un importe elevado, equivalente al 13 % del PIB trimestral (y al 1,1 % del PIB en términos acumulados de doce meses). La información de la Balanza de Pagos de octubre muestra que, en dicho mes, la financiación de nuestra economía se cubrió a través de esta última vía, mientras que el flujo neto de recursos obtenido por el resto de sectores institucionales fue negativo.

El detalle por instrumentos muestra que en el tercer trimestre de 2011 el grueso de las entradas de capital se canalizó mediante la posición intrasistema del Banco de España y, en cuantía algo menor, a través de las operaciones con garantía liquidadas en cámaras de contrapartida central. Los fondos obtenidos por estas vías supusieron, en términos netos, el 14,4 % y el 7,6 % del PIB, respectivamente (1,7 % y 8,4 % del PIB en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 10). En contraposición, se observó un importante descenso del saldo de la financiación interbancaria neta obtenida a través de operaciones bilaterales entre entidades de crédito, del 10,5 % del PIB (6,3 % en los últimos doce meses). Asimismo, se observó, por cuarto trimestre consecutivo, una desinversión de los no residentes en títulos de renta fija emitidos por las entidades de crédito, mientras que para los de las AAPP pasó a registrarse un flujo positivo. También se incrementó la captación de recursos instrumentada a través de acciones y otras participaciones, aunque

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 10

Porcentaje del PIB

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

FUENTE: Banco de España.

a Incluye operaciones *repo* bilaterales.

b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

se redujo ligeramente en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la inversión directa del exterior en España cayó 0,5 pp, hasta el 1,9% del PIB en términos anuales (0,9% del PIB en el tercer trimestre).

Las salidas de capital descendieron entre junio y septiembre de 2011, hasta alcanzar el 2,7% del PIB, si bien en términos acumulados de doce meses aumentaron hasta el 2,6%. Por instrumentos, la inversión neta de los residentes en valores de renta fija emitidos por el resto del mundo volvió a ser positiva, tras los registros negativos de los trimestres anteriores, mientras que pasó a observarse una desinversión en acciones y participaciones.

También se redujo la inversión directa de España en el exterior, que fue prácticamente nula, pasando a situarse en el 1,8 % del PIB en el período comprendido entre octubre de 2010 y septiembre de 2011.

Como consecuencia de la evolución de las entradas y salidas de capital y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española frente al resto del mundo equivalía al 91,9 % del PIB en septiembre de 2011, 0,4 pp menos que en junio (véase gráfico 28). Este descenso fue debido a la reducción del endeudamiento exterior neto del sector financiero (excluido el Banco de España) y las empresas frente a los no residentes, que compensó la disminución del saldo acreedor de los hogares y el incremento de la posición deudora de las AAPP. Por su parte, el saldo acreedor del Banco de España frente al resto del mundo se redujo 3,2 pp, hasta hacerse prácticamente nulo.

17.1.2012.

Resumen

El presente Informe expone el análisis que sobre la situación y las perspectivas de la economía española para los años 2012 y 2013 ha llevado a cabo el Servicio de Estudios del Banco de España tomando como base la información disponible hasta el 13 de enero. El reciente cambio de Gobierno y la modificación en el calendario de elaboración y presentación de los Presupuestos Generales del Estado para 2012 que este comporta requieren anticipar la publicación del habitual informe de proyecciones macroeconómicas, que el Banco de España venía realizando en su *Boletín Económico* del mes de marzo.

Además, a diferencia de otras ocasiones, en este Informe se presenta un escenario macroeconómico que supone el cumplimiento estricto de los objetivos de consolidación fiscal para 2012 y 2013 derivados de nuestros compromisos europeos, y que, por tanto, supone que se adoptarán medidas adicionales a las ya aprobadas. La adopción de este enfoque normativo obedece a una doble justificación. Por un lado, el nuevo Gobierno se ha comprometido a cumplir estrictamente con estos objetivos de consolidación presupuestaria. Por otro, en la situación actual de extrema tensión en los mercados financieros a causa de la crisis de la deuda soberana europea, la perseverancia en el proceso de ajuste fiscal es ineludible, dado que los costes derivados de no hacerlo serían muy elevados. Por estas razones, las presentes proyecciones se basan en la adopción de medidas presupuestarias de una magnitud suficiente para reducir el déficit público desde un nivel de alrededor del 8 % en 2011, según la última estimación proporcionada por el Gobierno, hasta el 4,4 % del PIB en 2012 y el 3 % en 2013. Con este objetivo se ha supuesto, junto a las medidas que aprobó el Consejo de Ministros el pasado 30 de diciembre de 2011, la adopción de otras adicionales que será necesario aplicar para el logro de los objetivos fijados y que, en ausencia de información específica acerca de su composición, se ha supuesto que estarán especialmente concentradas en la reducción del gasto público.

Las proyecciones que se publican están sometidas a un grado de incertidumbre muy elevado, por las condiciones excepcionales en las que el ejercicio se ha realizado, y en particular por el carácter normativo de los supuestos fiscales adoptados y por la compleja situación que atraviesan la zona del euro y los mercados financieros, tras el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana. Se desconoce, por otra parte, el alcance de las reformas en el mercado de trabajo y en los mercados de productos que instrumentará el nuevo Gobierno. Todos estos factores aconsejan considerar estas proyecciones con especial cautela.

El recrudecimiento, desde el verano del año pasado, de las tensiones en los mercados financieros del área del euro, vinculadas, en gran medida, a las dificultades para encontrar una solución al complejo problema de la crisis de la deuda soberana, ha debilitado la confianza de los agentes privados y endurecido las condiciones de financiación a lo largo del segundo semestre de 2011, afectando negativamente a las perspectivas de crecimiento económico. Se estima que la economía española se contrajo en el cuarto trimestre de 2011, con una caída intertrimestral del PIB del 0,3 % (véase el «Informe trimestral de la economía española», que se incluye en este mismo número del *Boletín Económico*), trayectoria que podría continuar en el presente año.

Con este perfil, las proyecciones macroeconómicas descritas en este Informe contemplan una caída sustancial del producto de la economía española en 2012 (-1,5 %) y una modesta recuperación en 2013 (0,2 %), con tasas positivas desde el primer trimestre del

próximo año, de forma que la economía española se iría aproximando a su ritmo de crecimiento potencial. El escenario macroeconómico aquí planteado es el resultado de una significativa contracción de la demanda nacional, parcialmente contrarrestada por una elevada contribución del saldo neto exterior. A su vez, el retroceso de la demanda nacional resulta de la confluencia de un fuerte descenso de sus componentes público y privado, en un contexto en el que el gasto de las familias se verá restringido por el impacto de la consolidación fiscal sobre las rentas de estos agentes y por el menor empleo. En este contexto, se prevé un retroceso del consumo de los hogares a lo largo del período de proyección, a pesar de que su tasa de ahorro continúe describiendo una trayectoria descendente. La inversión residencial seguirá registrando caídas en 2012 y 2013, si bien estas serán más modestas que en los años recientes, tras haber superado su fase más dura de ajuste. La debilidad de la demanda, el deterioro de las perspectivas económicas y las duras condiciones financieras determinarán descensos adicionales —aunque moderados— del gasto en inversión productiva privada en los dos próximos años.

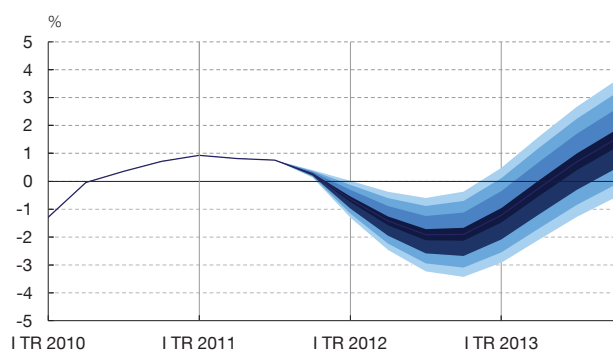
En el ámbito del comercio exterior, se espera un debilitamiento del crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios en 2012, dado el empeoramiento de las perspectivas de los mercados internacionales. No obstante, como en los dos últimos años, se proyecta un avance de las ventas al resto del mundo superior al de los propios mercados, dado que se espera una continuación —aunque a ritmos más atenuados— del proceso de mejora que la competitividad de la economía española ha experimentado desde el inicio de la crisis y de la sustitución de mercados interiores por mercados exteriores por parte del tejido empresarial español, en un contexto de mayor fortaleza relativa de los segundos frente a los primeros. Esto, unido al retroceso que experimentarán las importaciones durante gran parte del período de proyección como consecuencia de la contracción de la demanda final, dará lugar a una contribución del saldo neto exterior que, en media del período de 2012-2013, sería tan elevada como lo fue en 2011.

El descenso del PIB tendrá un impacto apreciable sobre el empleo, que, sin incorporar medidas adicionales en el mercado de trabajo, se concreta en una reducción del 3 % en 2012, siguiendo la pauta más negativa observada en el tramo final del año pasado, que se atenuaría en 2013, en cuya segunda mitad se iniciaría la creación de empleo en términos netos. En ausencia de una reforma profunda en el mercado de trabajo, esta evolución daría lugar, dada la trayectoria de la población activa proyectada, a aumentos adicionales de la tasa de paro a lo largo del presente ejercicio, antes de iniciar una modesta inflexión a la baja en el curso de 2013. Actuaciones más decididas en el ámbito de las reformas estructurales permitirían una reducción más rápida del desempleo y crearían condiciones más favorables para el crecimiento económico.

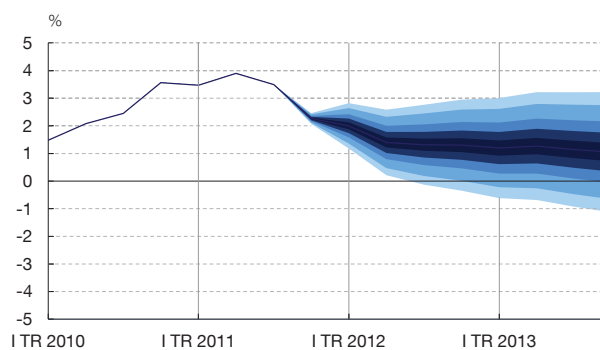
Bajo el supuesto de que el precio del petróleo se comporte en el futuro tal y como se desprende de sus cotizaciones actuales en los mercados de futuros, las tensiones inflacionistas seguirán disminuyendo en el primer semestre de 2012, prolongando la pauta de los meses finales de 2011. Además, en este ejercicio se proyecta una disminución adicional de los costes laborales unitarios en el conjunto de los dos próximos años, aunque a menor escala que en el pasado reciente, lo que, junto con una desaceleración en el incremento de los márgenes, resultante de la debilidad de la demanda, dará lugar a crecimientos de los precios de consumo muy moderados (del 1,5 % y del 1,2 % en 2012 y 2013, respectivamente).

Este ajuste adicional de la economía española permitirá la corrección de algunos de los desequilibrios acumulados en el pasado, que, de persistir, habrían terminado por estrangular

PRODUCTO INTERIOR BRUTO



DEFLACTOR DEL CONSUMO PRIVADO



PROBABILIDAD DE QUE EL PIB O EL DEFLACTOR DEL CONSUMO PRIVADO SE SITUEN DENTRO DEL INTERVALO (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20%, 40%, 60%, 80% y 90%, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos.

Último dato observado: tercer trimestre de 2011.

las perspectivas de crecimiento a medio plazo. En concreto, el escenario macroeconómico aquí trazado comporta la eliminación, en el año 2013, de la necesidad de financiación de la nación, en tanto que la balanza de bienes y servicios comenzaría ya a registrar un superávit este mismo año. Desde una perspectiva sectorial, esta corrección del desequilibrio entre ahorro e inversión del conjunto de la economía vendría determinada, principalmente, por la disminución del déficit público, desde un nivel en el entorno del 8 %, estimado por el Gobierno recientemente, hasta el 3 % del PIB en 2013, que permitirá situar las finanzas públicas en una senda de estabilidad. La corrección de la dependencia del gasto de la economía española con respecto del ahorro del resto del mundo constituye el elemento crucial para asegurar que se sientan las bases de un crecimiento económico sostenido a medio plazo. Asimismo, se prevé que continúe el proceso de desapalancamiento de empresas y familias.

Estas proyecciones se formulan en un contexto especialmente incierto, en el que no han terminado de despejarse las dudas inherentes al desarrollo de la crisis de la deuda soberana. Igualmente, existe mucha incertidumbre sobre el impacto final de la consolidación fiscal sobre la actividad en el corto plazo, cuestión que, entre otras cosas, dependerá también de las medidas de consolidación fiscal que finalmente se instrumenten. Una forma de representar la incertidumbre que rodea a las proyecciones consiste en mostrar, a partir de los errores de predicción que se han producido históricamente, los intervalos dentro de los cuales cabe esperar que las principales variables macroeconómicas se sitúen con una determinada probabilidad. En concreto, el gráfico 1 muestra esta medida de incertidumbre para las proyecciones centrales de evolución del PIB y del deflactor del consumo privado.

Se considera que los riesgos de desviación respecto de las proyecciones de comportamiento del PIB proporcionadas en este Informe están equilibrados. Por un lado, posibles episodios de aumento de las tensiones en los mercados financieros o una evolución de la economía mundial más desfavorable que la proyectada aquí podrían resultar en una contracción

más severa del producto. Pero, por otro lado, las políticas económicas pueden facilitar una disminución del coste del ajuste y aliviar su intensidad. En particular, desde el punto de vista de la política fiscal, una definición temprana de la composición de las medidas que deben permitir la corrección del desequilibrio presupuestario tendería a reducir la incertidumbre; asimismo, una mejora en la calidad de la información disponible acerca de la evolución de las cuentas de los niveles inferiores de las AAPP y su temprana disponibilidad permitirían reaccionar a tiempo a las posibles desviaciones en la ejecución presupuestaria que se pudieran producir. En el ámbito del mercado de trabajo, la aprobación de una reforma integral de los mecanismos de negociación salarial y de las condiciones no salariales, así como de las modalidades de contratación, contribuiría a la reactivación del crecimiento a medio plazo y generaría efectos positivos sobre las expectativas. Asimismo, la confianza de los inversores internacionales se podría ver reforzada con nuevos avances en el proceso de reestructuración del sistema financiero en marcha.

Por lo que respecta a la inflación, se considera, asimismo, que los riesgos se encuentran equilibrados a lo largo del horizonte de proyección. Por un lado, las presiones inflacionistas podrían ser mayores si aumentaran las tensiones en el mercado de petróleo, se reavivara la inercia alista de salarios o se recurriera en mayor medida a las alzas de imposición indirecta en el programa de consolidación. Por otro lado, una reforma del mercado de trabajo y otras reformas estructurales que acrecentaran la sensibilidad de los salarios y los precios a la posición cíclica de la economía darían lugar a una mayor moderación de las presiones inflacionistas.

En los dos siguientes apartados se hacen explícitos los supuestos externos y los supuestos fiscales que subyacen a las proyecciones formuladas. A continuación, en la cuarta sección se esboza el diagnóstico que subyace a las actuales perspectivas de la economía española. Finalmente, los principales riesgos a los que está sometido el escenario central descrito son objeto de análisis en la última sección.

Los supuestos externos de las proyecciones

Las proyecciones presentadas en este documento descansan sobre un conjunto de supuestos relativos a la evolución de determinadas variables exógenas en 2012 y 2013. De este modo, las proyecciones tienen una naturaleza condicionada a las hipótesis realizadas acerca de las sendas de esas variables.

El procedimiento empleado para la construcción de las trayectorias de la mayor parte de las variables exógenas en el período 2012-2013 coincide con el utilizado en los ejercicios de proyección llevados a cabo trimestralmente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales del Eurosistema. Este es el caso del tipo de cambio, las cotizaciones en la Bolsa española, los precios del petróleo y los tipos de interés a tres meses y a diez años, cuyos supuestos se elaboran a partir de la evolución de los mercados en un período de referencia que viene dado por los diez días hábiles inmediatamente anteriores a la fecha límite para la recogida de datos a efectos de la elaboración del Informe¹. Por lo que se refiere al tipo de cambio del euro, se supone que esta variable se mantiene, a lo largo del período de proyección, en el nivel observado en el mercado de contado en el período de referencia. En este caso, el tipo de cambio se situaría en 1,28 dólares por euro, por término medio, en 2012 y 2013, un 8 % más depreciado que en 2011 (véase cuadro 1).

¹ En este caso, esa fecha de cierre es el 13 de enero. La consideración exclusiva de los precios medios de las operaciones cruzadas en los mercados en la propia jornada en que se cierra la recogida de información presentaría la ventaja de reflejar con mayor precisión la información más reciente relevante para la formación de precios. Sin embargo, se considera que esta ventaja no compensa el potencial inconveniente de que alguna de las variables se viera particularmente afectada por fluctuaciones de mercado excesivas en ese día concreto de negociación, lo que aconseja tomar en consideración un período más amplio.

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2008	2009	2010	2011	Proyección		Diferencia entre el Informe de proyecciones actual y el de marzo de 2011	
					2012	2013	2011	2012
Entorno internacional								
Producto mundial	2,7	-0,8	5,1	3,8	3,5	4,2	-0,4	-0,6
Mercados mundiales	3,0	-11,0	12,4	6,6	4,5	6,8	-1,0	-3,0
Mercados de exportación de España	2,7	-11,2	10,3	4,8	2,4	5,4	-1,4	-3,5
Precio del petróleo en dólares (nivel)	97,7	61,9	79,6	111,2	111,0	108,8	-0,6	-3,1
Precios de exportación de los competidores en euros	2,6	-3,7	6,8	4,5	4,3	1,6	1,6	2,4
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,47	1,39	1,33	1,39	1,28	1,28	0,01	-0,11
Tipos de interés a corto plazo (Euríbor a tres meses)	4,6	1,2	0,8	1,4	0,9	0,8	-0,1	-1,5
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	4,4	4,0	4,2	5,4	5,4	5,7	0,0	-0,3

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 13 de enero de 2012.

Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2011.

La senda de precios del petróleo, construida según el supuesto técnico habitual a partir de la información más reciente procedente de los mercados de futuros de esta materia prima, contempla una cierta estabilización en dólares; no obstante, esto se ve compensado por la depreciación del euro, de modo que el precio del petróleo en euros en 2012 y 2013 sería algo superior al previsto el pasado año. No se puede descartar que un agravamiento de las tensiones geopolíticas conduzca a alzas más significativas de estos precios.

Para la elaboración de las proyecciones se realizan, asimismo, supuestos sobre la evolución de los tipos de interés negociados en el mercado interbancario para el plazo de tres meses y en el mercado de deuda pública para el plazo de diez años. La trayectoria de los tipos de interés a corto plazo, obtenida a partir de las expectativas implícitas en los mercados de futuros acerca de la evolución del euríbor a tres meses, muestra un descenso de este tipo de interés por debajo del 1 % en 2012 y 2013, frente al 1,4 % de 2011. Las rentabilidades de la deuda a diez años se construyen a partir de las expectativas del mercado sobre los tipos de interés en el área del euro y del supuesto de que el diferencial de rentabilidad de la deuda soberana española respecto a la alemana se mantiene constante en torno a 350 pb. Con estas hipótesis, los tipos a largo plazo en España se estabilizarían en 2012 en el 5,4 % observado el año anterior, y aumentarían ligeramente hasta el 5,7% en 2013.

A partir de estos supuestos acerca de las sendas de estos tipos de interés de los mercados, se formulan otras hipótesis relativas al coste de la financiación de familias y empresas, que llevan a que, en general, los tipos del crédito bancario se mantendrán estables en el horizonte de proyección, pues la ampliación de los diferenciales con respecto al euríbor que se proyecta —y que refleja el incremento en el coste de financiación que han experimentado las entidades de crédito en los últimos trimestres— se ve compensado por la disminución de ese tipo. Además, se supone que las entidades mantendrán, a lo largo del período de proyección, el grado actual de tensionamiento de las condiciones crediticias distintas de los tipos de interés. El supuesto técnico realizado respecto de las

cotizaciones bursátiles implica que estas se mantienen aproximadamente en sus niveles actuales. Respecto a la vivienda, que, junto con las cotizaciones bursátiles, constituye el otro gran determinante de la evolución de la riqueza de los hogares, se proyecta una prolongación del proceso de ajuste del precio de ese activo.

En cuanto al comercio mundial, se espera una cierta ralentización del crecimiento de los mercados de exportación españoles, que pasarían de crecer el 4,8 % en 2011 a aumentar solo el 2,4 % en 2012. Para 2013 se espera un mayor dinamismo de la economía mundial y, sobre todo, de la europea, de modo que los mercados españoles crecerían un 5,4 %.

Los supuestos fiscales

En relación con los supuestos de política fiscal, el ejercicio de proyecciones de este año se realiza en unas circunstancias excepcionales, en las que la economía española se enfrenta a la necesidad de acometer un proceso de consolidación fiscal sin precedentes, que será uno de los principales condicionantes de la evolución macroeconómica en el horizonte de previsión. En este sentido, el Gobierno entrante ha anunciado el estricto cumplimiento de los objetivos fiscales derivados de los compromisos asumidos en el ámbito europeo, que consisten en situar el déficit público en el 4,4 % del PIB en 2012 y en el 3 % del PIB en 2013.

La excepcionalidad del proceso de consolidación en el que se halla inmersa la economía española y sus repercusiones macroeconómicas aconsejan que el tratamiento que se efectúa de las medidas de política fiscal en estas proyecciones sea distinto al de los ejercicios de proyección elaborados en condiciones normales. Cabe recordar que la práctica habitual es suponer que la política fiscal no se modifica en el horizonte de previsión, de manera que solo las medidas fiscales ya aprobadas se incorporan en las proyecciones. Como ya se señaló en el Informe de proyecciones del año pasado, este supuesto no resulta adecuado en situaciones de ajuste fiscal de carácter extraordinario, pues su aplicación estricta introduciría sesgos significativos en las proyecciones macroeconómicas. En esta ocasión, su aplicación sería incluso más problemática, dado que, como resultado del proceso electoral celebrado a finales del pasado año y el consiguiente cambio de Gobierno, en el momento de elaborar este Informe no se dispone del proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2012, que será presentado en el mes de marzo. Por otra parte, atendiendo a los calendarios que comporta el Semestre Europeo, cabe prever que en abril se dispondrá de la Actualización del Programa de Estabilidad de España y, por lo tanto, de información mucho más detallada de la estrategia de consolidación fiscal del Gobierno para los próximos años. Por último, el ejercicio de proyecciones que se presenta cuenta, en esta ocasión, con la dificultad adicional de que en el momento de su elaboración no se encuentran disponibles las cifras definitivas de las cuentas de las AAPP correspondientes al ejercicio de 2011, si bien el Gobierno anunció en el Consejo de Ministros del pasado 30 de diciembre que el déficit de las AAPP se situaría alrededor del 8 % del PIB en 2011, cifra que supone 2 pp de desviación con respecto al objetivo del 6 % del PIB.

Con estos condicionantes, las proyecciones fiscales que acompañan este ejercicio de previsión se han realizado bajo un *supuesto normativo* según el cual, partiendo de un déficit de las AAPP del 8,1 % del PIB en 2011, el Gobierno adoptará las medidas presupuestarias necesarias para alcanzar los objetivos fiscales establecidos. Esto supone incorporar en el escenario de previsión, en primer lugar, las medidas de política presupuestaria aprobadas en el Consejo de Ministros de 30 de diciembre de 2011² y, en segundo lugar, el esfuerzo fiscal adicional necesario para asegurar el logro de tales objetivos.

² Así como la información disponible de los presupuestos de las CCAA para ese año.

En concreto, por el lado del gasto se incluyen la actualización de las pensiones, la congelación de los salarios públicos, las restricciones al empleo público³ y la declaración de no disponibilidad de créditos en los Presupuestos Generales del Estado (prorrogados para el ejercicio 2012) por valor de 8.900 millones de euros. Por el lado de los ingresos se incluyen el incremento de los tipos de gravamen de las rentas del trabajo y del ahorro del IRPF, la reintroducción de la deducción de vivienda en este impuesto, el mantenimiento del incremento del pago fraccionado para grandes empresas en el impuesto sobre sociedades, el aumento del impuesto sobre bienes inmuebles y la extensión del tipo superreducido del IVA del 4 % para la adquisición de vivienda⁴. El esfuerzo fiscal restante para garantizar el cumplimiento de los objetivos se ha definido suponiendo que se concentra en el lado del gasto público. Con estos supuestos, la composición del ajuste en 2012 quedaría distribuido en alrededor de un 20 % por el lado de los ingresos y de un 80 % por el lado del gasto, en este último caso repartido de forma prácticamente simétrica entre el gasto corriente y de capital. En 2013, el ajuste simulado recaería únicamente por el lado del gasto. Como resultado de estos supuestos, se proyecta una reducción del déficit público de 3,6 puntos del PIB en 2012, con una caída del peso del gasto público sobre el PIB de 2,8 puntos y un incremento de los ingresos de 0,8 puntos. Todas las partidas de gasto contribuirían a esta reducción, con la excepción de las prestaciones sociales y la carga de intereses, que aumentarían en 2 y 4 décimas del PIB, respectivamente. Por su parte, para 2013 se proyecta una disminución del déficit público de 1,4 puntos del PIB, ajuste que, como se acaba de señalar, se concentraría casi exclusivamente en el gasto público.

En la medida en que las cifras de cierre de las cuentas de las AAPP correspondientes a 2011 y la composición y/o la magnitud del ajuste fiscal en 2012 y 2013 se separen de las que se asumen en este Informe, las proyecciones macroeconómicas incluidas en el mismo se verán afectadas también, por lo que deben tomarse con especial cautela.

Perspectivas de la economía española

En el primer semestre de 2011 continuó el proceso de lenta recuperación de la economía española que se había iniciado el año anterior. Sin embargo, este proceso se interrumpió en los meses de verano, en los que la actividad se estancó, y revirtió, posteriormente, al volver a mostrar el PIB un retroceso en el cuarto trimestre del año. Con todo, se estima que el crecimiento del producto de 2011 se elevó al 0,7 %, tasa inferior en una décima a la proyectada en el Informe de proyecciones de marzo de ese año (0,8 %) (véase cuadro 2). Por componentes, se observó una evolución más débil que la prevista en el caso de la demanda nacional, sobre todo a causa de la atonía del consumo privado, que reflejó la mayor destrucción de empleo y un recorte menos pronunciado que la tasa de ahorro. Por su parte, la demanda exterior neta presentó una aportación más alta al crecimiento del PIB, lo que se debió tanto al empuje de las exportaciones como al menor dinamismo de las compras al exterior.

La debilidad de la actividad en el segundo semestre fue el resultado del recrudecimiento de las tensiones financieras en el verano, pues la crisis de la deuda soberana europea afectó con notable intensidad a la economía española, empeorando sus condiciones de financiación, perjudicando la confianza de los agentes y rebajando, en fin, las expectativas de crecimiento. Las autoridades españolas reaccionaron adoptando en agosto medidas adicionales de ajuste fiscal, que posteriormente se revelarían insuficientes para contrarrestar los riesgos de desviación detectados en el logro del objetivo de déficit público, al

3 Estas restricciones suponen congelar la oferta de empleo público, con algunas excepciones, para las que se permite una tasa de reposición del 10 %.

4 También se incluye la reintroducción del impuesto del patrimonio, adoptada en septiembre de 2011 y con entrada en vigor en 2012.

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2008	2009	2010	Proyección		
				2011	2012	2013
PIB	0,9	-3,7	-0,1	0,7	-1,5	0,2
Consumo privado	-0,6	-4,3	0,8	0,0	-1,2	-0,5
Consumo público	5,9	3,7	0,2	-1,2	-6,3	-3,3
Formación bruta de capital fijo	-4,7	-16,6	-6,3	-4,7	-9,2	-2,2
Inversión en bienes de equipo	-2,9	-22,3	5,1	2,2	-7,0	-0,9
Inversión en construcción	-5,8	-15,4	-10,2	-7,8	-10,6	-3,1
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-10,4	13,5	8,8	3,5	5,9
Importación de bienes y servicios	-5,2	-17,2	8,9	1,4	-4,8	1,2
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-0,6	-6,6	-1,0	-1,3	-4,0	-1,4
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	1,5	2,8	0,9	2,0	2,5	1,5
Deflactor del consumo privado	3,6	-1,2	2,4	3,3	1,5	1,2
Costes laborales unitarios	4,9	1,4	-2,6	-1,8	-0,8	0,1
Remuneración por asalariado	6,1	4,3	0,0	0,5	0,8	1,0
Productividad aparente del trabajo	1,1	2,9	2,6	2,4	1,6	0,9
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	-0,2	-6,5	-2,6	-1,7	-3,0	-0,7
Tasa de paro (% de la población activa)	11,3	18,0	20,1	21,5	23,4	23,3
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	13,5	18,5	13,9	11,8	10,2	10,6
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	-9,2	-4,7	-4,0	-3,7	-1,4	0,0
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-4,5	-11,2	-9,3	-8,1	-4,4	-3,0

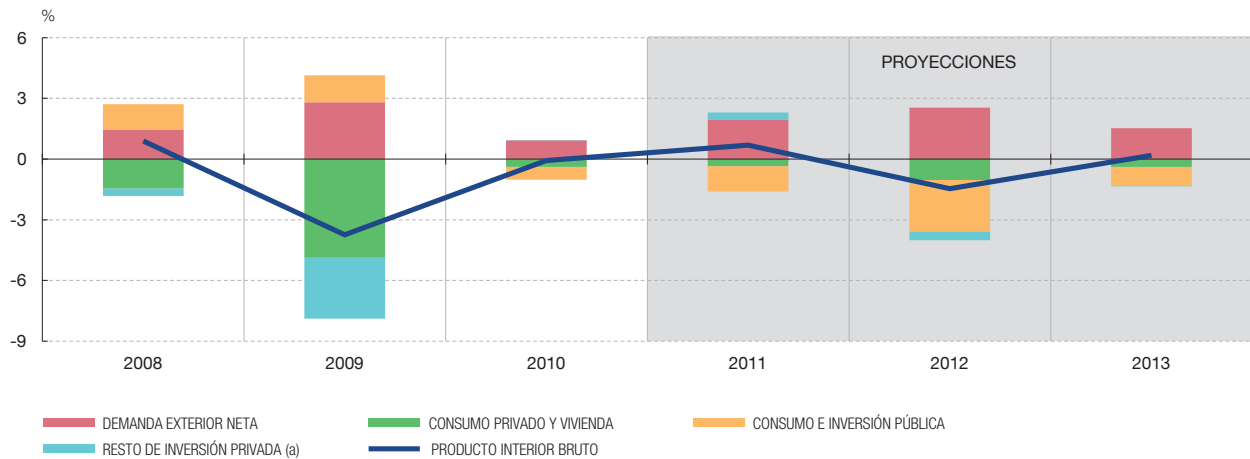
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Fecha de cierre de las predicciones: 13 de enero de 2012.

Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2011.

mismo tiempo que en septiembre se incluyó una regla de estabilidad presupuestaria en la Constitución que reafirmaba el compromiso a medio y largo plazo de las finanzas públicas españolas con el mantenimiento de una situación presupuestaria saneada como ingrediente necesario para un crecimiento económico sostenible. Las mayores tensiones financieras hicieron también mella en otras economías europeas, dando lugar a una sustancial revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento en muchas de ellas, lo que dañó tanto las exportaciones españolas como la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión para atender la demanda externa. Todos estos acontecimientos condujeron en la segunda mitad de 2011 a una acentuación del proceso de destrucción de empleo, retrocesos del consumo privado, una mayor atonía de la inversión y un menor empuje de la demanda exterior neta, que en conjunto determinaron un retroceso del PIB en los meses finales del año, por un importe estimado del 0,3 % en tasa intertrimestral, tal y como se detalla en el «Informe trimestral de la economía española», que se incluye en este mismo número del *Boletín Económico*.

Cabe prever que esta trayectoria contractiva se prolongue en 2012, proyectándose para el conjunto del año un retroceso del PIB del 1,5 %, que es el resultado de la confluencia del proceso de ajuste del sector privado con el del sector público. Las medidas de austeridad presupuestaria tendrán un efecto directo sobre los componentes públicos de la demanda nacional, pero afectarán también al gasto de las familias. Se prevé, asimismo, que los hogares y empresas prosigan su proceso de desapalancamiento, con tasas negativas de variación del crédito, en un contexto de condiciones restrictivas



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye la variación de existencias.

Último dato observado: tercer trimestre de 2011.

de financiación. Como en los años anteriores, la demanda exterior neta amortiguará el impacto del descenso de la demanda nacional en el PIB, si bien en este caso la mayor contribución no vendrá de las exportaciones, que se verán limitadas por el comportamiento más débil de la economía mundial y, sobre todo, de la europea, sino de las importaciones, que disminuirán sustancialmente en respuesta a la caída de la demanda nacional (véase gráfico 2).

La tasa de variación del PIB proyectada para 2012 (-1,5 %) es muy inferior a la prevista en el Informe de proyecciones de marzo de 2011 (1,5 %). Diversos factores explican esa diferencia de 3 pp: en primer lugar, las variables que configuran el contexto internacional son ahora más desfavorables, lo que se refleja en una expansión de los mercados de exportación más reducida; en segundo lugar, las condiciones de financiación se han hecho considerablemente más restrictivas, encareciéndose los recursos financieros y limitándose su disponibilidad; en tercer lugar, la falta de éxito en el logro de los objetivos de consolidación fiscal en 2011 significa que alcanzar el objetivo de 2012 exige medidas de ajuste mucho más ambiciosas; finalmente, en el Informe de proyecciones del año pasado no se suponía que el objetivo de 2012 fuera a cumplirse estrictamente (se proyectaba un déficit del 5,2 % del PIB para 2012), mientras que en este Informe se asume el supuesto normativo de que el déficit se reducirá hasta el 4,4 %, como ya se ha indicado.

Por componentes, se proyecta un fuerte descenso de la demanda nacional (-4 %), muy superior al estimado para 2011 (-1,3 %), que se deriva de un comportamiento más desfavorable de casi todas las partidas, en especial del consumo público y de la inversión pública. Se estima también que el consumo privado, tras estancarse en 2011, disminuirá algo más del 1 % en 2012, pese a que la tasa de ahorro volvería a mostrar un nuevo descenso. El retroceso del empleo y el aumento del IRPF son los dos principales factores que lastrarían la renta disponible de las familias. Tras el acusado ajuste de los últimos cuatro años, la inversión en vivienda sería el único componente cuya tasa de variación en 2012 podría no ser inferior a la del año anterior, si bien se prevé que siga siendo negativa, con un descenso por encima del 4 %. Estas estimaciones descansan sobre una hipótesis acerca del número de viviendas iniciadas similar al observado recientemente y también

sobre el mantenimiento de la demanda de vivienda (y, por tanto, de los servicios inmobiliarios) en un nivel también análogo al de 2011.

La debilidad de la demanda, el deterioro de las perspectivas económicas y las duras condiciones de financiación incidirán en la puesta en marcha de nuevos proyectos por parte de las empresas, de modo que se prevé que tanto la inversión en bienes de equipo como la que realizan en construcciones disminuyan en 2012 (en conjunto, a una tasa en el entorno del -3 %). De este modo, el grueso de la inversión empresarial se orientará a reemplazar el capital fijo obsoleto.

En el ámbito exterior se proyecta un aumento de las exportaciones del 3,5 %. Ello supone un crecimiento de las ventas al exterior que supera al de los mercados españoles en aproximadamente 1 pp, lo que representa una moderación de las ganancias de cuota en esos mercados frente a las observadas en el bienio 2010-2011. Además, la probable sustitución de mercados interiores por mercados exteriores por parte del tejido empresarial español, en un contexto de mayor fortaleza relativa de los segundos frente a los primeros, contribuirá también a explicar el comportamiento moderadamente favorable de las exportaciones. Por su parte, las importaciones disminuirían con gran intensidad (en torno a un 5 %), habida cuenta del fuerte ajuste de la demanda nacional. De esta forma, la demanda exterior neta aportaría 2,5 pp al crecimiento del PIB, medio punto por encima de su contribución en 2011.

Las caídas de la actividad serían relativamente intensas hasta el final del verano, atenuándose en el tramo final del ejercicio, de modo que en el último trimestre se habría completado la fase de retrocesos de la producción. En 2013 se proyecta una gradual expansión, con tasas positivas desde el primer trimestre, de forma que la economía española se iría aproximando a su ritmo de crecimiento potencial. En el conjunto del año, sin embargo, los efectos de arrastre de las tasas negativas de variación del PIB de 2012 afectarían al crecimiento medio anual, que sería de solo el 0,2 %. El incremento del producto en 2013 se debería, principalmente, a los menores requerimientos de ajuste presupuestario en comparación con el del año anterior, factor que dejará de comprimir la demanda nacional con la intensidad que se proyecta para 2012, así como a una pauta de mayor estabilidad del gasto de las familias, pues el consumo privado dejaría de caer, mientras que el ajuste de la inversión residencial habría terminado. Asimismo, el gasto empresarial tenderá a estabilizarse, en un contexto de menor incertidumbre y mayor sostenimiento de la demanda final. La renta disponible de las familias en términos reales presentaría su primera variación positiva desde 2009, al tiempo que la tasa de ahorro se recuperaría ligeramente. Las exportaciones se expandirán con mayor vigor, si bien también lo harán las importaciones, en respuesta a la menor atonía de la demanda nacional, con lo que la aportación de la demanda exterior neta, aunque altamente positiva, será inferior a la de 2012.

El descenso del PIB en 2012 tendrá un impacto apreciable en el empleo, que disminuirá en torno al 3 %, siguiendo la pauta más negativa observada en el tramo final del pasado año. Este descenso del empleo sería compatible con un menor crecimiento de la productividad aparente del trabajo, que pasaría de aumentar a un ritmo del 2,4 % en 2011 a hacerlo al 1,6 % en 2012. En 2013 seguiría cayendo el empleo en términos medios anuales (-0,7 %), si bien ese retroceso se debería al efecto de arrastre de las cifras del año anterior, pues en términos intertrimestrales podría comenzar a observarse creación de empleo en términos netos en la segunda mitad de 2013. En ese año, el ritmo de avance de la productividad se ralentizaría hasta una tasa en torno al 1 %. Por sectores, se espera que el empleo del sector público disminuya con cierta intensidad en el bienio considerado,

habida cuenta de las medidas adoptadas para la congelación de la oferta de empleo público, la reducción del sector público empresarial y la simplificación y racionalización de la estructura administrativa del Estado, CCAA y CCLL. El ajuste también afectará con notable intensidad al sector privado, si bien se estima que empezaría a crearse empleo neto en la economía de mercado a comienzos de 2013. No obstante, debe destacarse que las actuales proyecciones han sido elaboradas bajo el supuesto de que no son adoptadas medidas para la reforma del mercado de trabajo, dado que, si bien se espera la aprobación de actuaciones al respecto, su alcance es, por el momento, desconocido. De este modo, si se pusieran en marcha medidas efectivas para adecuar la remuneración de los puestos de trabajo a su productividad y, en general, para permitir que las condiciones laborales en un sentido amplio pudieran adaptarse a las necesidades específicas de las empresas, el resultado sería una anticipación e intensificación de la generación neta de empleo en el sector privado de la economía.

Pese al descenso de la población activa que se proyecta, estas cifras de empleo darían lugar a un incremento de la tasa de paro de casi 2 pp en 2012, hasta el 23,4 %, nivel a partir del cual descendería solo de modo muy marginal en 2013, de nuevo en ausencia de medidas adicionales en el mercado de trabajo. Actuaciones más decididas en el ámbito de las reformas estructurales permitirían una reducción más rápida del desempleo y crearían condiciones más favorables para el crecimiento económico.

Las proyecciones sobre la remuneración por asalariado están rodeadas de una gran incertidumbre, en la medida en que a la hora de escribir este Informe se desconocen el alcance de la reforma del mercado laboral y las pautas que guiarán el comportamiento de los costes salariales en este ejercicio y en los siguientes. El patrón de incrementos salariales observado en el pasado se caracteriza, por un lado, porque los salarios del sector privado tienden a mostrar una gran inercia ante variaciones del ciclo económico y una excesiva sensibilidad ante oscilaciones transitorias de la inflación y, por otro lado, por el peso relativamente elevado de los convenios plurianuales —firmados en años anteriores en condiciones que pueden ser muy distintas—. Estas proyecciones incorporan una cierta dosis de moderación salarial, si bien, como se ha indicado, el grado de incertidumbre acerca de la materialización de un cambio de régimen es elevado. De esta forma, se proyectan aumentos salariales en la economía de mercado en torno al 1 % tanto en 2012 como en 2013, algo inferiores a las tasas de inflación esperadas para la media de cada uno de esos años. Estas tasas de variación serían el resultado de unas tarifas salariales medias relativamente altas, algo por debajo del 2 %, y de una deriva negativa. Los costes laborales unitarios en la economía de mercado seguirían así descendiendo en 2012 (-0,8 %) y se estabilizarían en 2013, de modo que proseguiría la recuperación de la competitividad frente al área del euro, aunque a un ritmo menor que en el período de 2010-2011. Obviamente, los posibles acuerdos para limitar el crecimiento de las tarifas darían lugar a menores incrementos salariales y de los costes laborales unitarios, lo que contribuiría a reforzar la posición competitiva de las empresas y el empleo. Para las AAPP se tiene en cuenta la congelación salarial acordada para 2012. Además, se supone la extensión de esta medida al año 2013.

En el terreno de la inflación, en los últimos meses se ha observado una pauta de desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios de consumo, que viene explicada, sobre todo, por los efectos de comparación respecto a los mismos meses del año 2010, cuando el aumento de los precios de la energía y la subida del IVA y de otros impuestos incrementaron la tasa de variación del IPC. Se prevé que en 2012 ese proceso continúe, de modo que el IPC medio de 2012 se sitúe en torno al 1,5 %. Estas proyecciones

se encuentran condicionadas por la evolución de los supuestos externos adoptados, en particular por el precio del petróleo, y por el mantenimiento de la imposición indirecta en sus niveles actuales.

La debilidad de la demanda nacional y el buen comportamiento de las exportaciones conducirían, de nuevo, a una disminución significativa de la necesidad de financiación de la nación en 2012 y 2013, hasta alcanzar un saldo equilibrado en este último año, frente al 3,5 % del PIB estimado para 2011. El saldo de bienes y servicios obtendría superávit ya en 2012, pese al elevado déficit energético, mientras que el saldo de rentas se haría algo más deficitario, debido a la acumulación de pasivos netos frente al exterior y al encarecimiento de la financiación obtenida en el resto del mundo.

Desde el punto de vista de los sectores institucionales, la evolución de la necesidad de financiación de la nación sería el resultado del sustancial recorte que se proyecta para el déficit público, mientras que se prevé una modesta disminución de la capacidad de financiación de familias y de empresas, cuyas cuentas de capital seguirían mostrando, no obstante, un saldo neto positivo. Durante los últimos trimestres, la financiación captada por las familias y las empresas ha mostrado tasas negativas de crecimiento, que se manifiestan con mayor intensidad en los préstamos concedidos a las familias para la adquisición de bienes de consumo (con un descenso interanual en torno al 5 % al final de 2011) y en los que han proporcionado las entidades residentes a las empresas, que caían a un ritmo similar en ese período. La financiación concedida a los hogares para la adquisición de vivienda también disminuyó, pero a ritmos más moderados (en torno al -1 % en los últimos meses del pasado año). Esta caída del crédito está vinculada, sobre todo, con la atonía del gasto privado, aunque las tensiones financieras experimentadas a lo largo de 2011 también han contribuido a esta evolución, al conducir al mantenimiento de condiciones de financiación bastante restrictivas por parte de las entidades de crédito. En este sentido, la capacidad de financiación que han mostrado en los últimos años los hogares y las empresas no financieras ha facilitado el proceso de saneamiento de los balances de estos agentes y les habría llevado a atender a sus gastos con cargo a sus propios recursos, apelando en menor medida a la financiación ajena. Ese saneamiento se aprecia en las ratios de endeudamiento del sector privado. En el caso de las familias, el endeudamiento disminuyó en 2011, hasta el tercer trimestre (último dato disponible), en 4 pp de su renta disponible, hasta el 124 % (82 % en términos del PIB), mientras que, en el caso de las empresas, se redujo en casi 60 pp de su excedente bruto de explotación e ingresos financieros, hasta el 500 % (120 % del PIB). Las proyecciones para 2012 y 2013 permiten presagiar que este proceso de desapalancamiento va a continuar, lo que constituye un elemento fundamental con el que afrontar la recuperación del gasto privado más allá del horizonte temporal contemplado en las presentes proyecciones.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2011 con un déficit en torno al 8 % del PIB, de acuerdo con la estimación preliminar anunciada por el nuevo Gobierno, 2 pp más que el objetivo marcado. Por agentes, de acuerdo con esa información, las desviaciones se produjeron en todos los niveles de la Administración, si bien fue en las CCAA donde alcanzó una mayor magnitud. Por componentes, la información disponible hasta el tercer trimestre muestra que el gasto público del conjunto de AAPP acumulaba un descenso del 2 % interanual en los nueve primeros meses del año, no muy lejos de la tasa del -2,6 % marcada como objetivo para el conjunto del ejercicio, mientras que los ingresos públicos, medidos de esa forma, disminuyeron un 0,8 %, frente al aumento del 5,4 % que había sido fijado como meta. De esta forma, junto con los ingresos corrientes no impositivos, parece que la principal fuente de desviación en 2011 ha sido la recaudación de impuestos, que ha

Riesgos en las proyecciones

sido muy inferior a la prevista e, incluso, más reducida de lo que cabría esperar a tenor de la evolución de las bases imponibles (aproximadas por el crecimiento del PIB en términos nominales, que se estima que fue del 2 %, aproximadamente). Las previsiones fiscales para 2012 y 2013 se basan, como se ha señalado, en un cumplimiento estricto de los objetivos fiscales previamente acordados con las autoridades europeas de reducción del déficit hasta el 4,4 % del PIB en este año y el 3 % en el próximo.

Las proyecciones contenidas en este Informe indican un retroceso sustancial de la actividad en 2012, en un contexto en que se considera imperativo encauzar de forma urgente la senda de consolidación fiscal en línea con los compromisos adquiridos a nivel europeo, en un marco de continuación del saneamiento de los balances de las familias y las empresas, fuertes tensiones en los mercados financieros y con una menor contribución de los mercados de exportación a la expansión de la producción nacional. En 2013, el esfuerzo de consolidación presupuestaria sería más moderado, y esto, unido a un mayor empuje de la economía mundial, ayudaría a que el ritmo de crecimiento se acercara gradualmente a su potencial a largo plazo, si bien la brecha de producción seguiría siendo negativa.

Este ejercicio de proyección está sometido a un grado de incertidumbre muy elevado, que se deriva, principalmente, del carácter normativo de los supuestos fiscales asumidos y de la extraordinaria magnitud de las medidas de consolidación presupuestaria que deben adoptarse para cumplir con los objetivos establecidos —que hacen muy difícil realizar una estimación precisa de su impacto en el gasto y la actividad—, y de la compleja situación de la zona del euro y de los mercados financieros, tras el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana. Estas fuentes de incertidumbre aconsejan considerar estas proyecciones con un alto grado de cautela.

Al margen de su elevada magnitud, los riesgos de que se produzcan desviaciones sobre la actividad están, en su conjunto, probablemente, equilibrados. Entre los riesgos de desviación a la baja habría que señalar la posibilidad de la aparición de tensiones adicionales en los mercados financieros, que pudieran proceder, por ejemplo, de las dificultades para encontrar una respuesta coordinada a la crisis de deuda soberana o de la intensificación de la realimentación negativa entre las tensiones en los mercados de deuda y en los de financiación bancaria. Esta eventualidad podría contagiar a los mercados españoles y endurecer adicionalmente las condiciones de financiación de los agentes públicos y privados de nuestro país. Tampoco puede descartarse que la economía del área del euro y también la economía mundial presenten en 2012 una evolución más desfavorable de la que aquí se ha supuesto, dadas la magnitud de los desequilibrios acumulados en algunas regiones y la insuficiente coordinación de las políticas económicas, lo que llevaría a un avance menor de los mercados de exportación españoles y, por tanto, a una aportación inferior de la demanda exterior neta a la expansión del PIB, que representa la fuente fundamental de crecimiento en España en los próximos dos años.

Como se comentó anteriormente, el programa de consolidación que debe ponerse en marcha resulta imprescindible y tiene una magnitud muy sustancial. Existe, sin embargo, una elevada incertidumbre sobre su impacto a corto plazo sobre la actividad y seguramente diferirá del recogido en estas proyecciones, dado que se desconocen los detalles acerca de la composición de ese programa de consolidación. En todo caso, algunas pautas podrían ser relevantes para minimizar los posibles riesgos de que el crecimiento se deslice a la baja respecto a las proyecciones macroeconómicas que aquí se presentan (pudiendo, incluso, resultar en un impacto menos intenso que el aquí proyectado). En este sentido, la presentación temprana de un programa de consolidación completo y bien

especificado contribuiría a reducir la incertidumbre en torno a los compromisos adquiridos y mejoraría las perspectivas de que las finanzas públicas españolas retornen, a la mayor brevedad posible, a la senda de estabilidad presupuestaria. El hecho de que el grueso del ajuste, como se ha anunciado, descansa sobre la contención del gasto público en vez de sobre el aumento de los impuestos sería también un elemento positivo, pues, en general, las consolidaciones así realizadas tienden a ser más exitosas. Finalmente, resulta fundamental minimizar los riesgos de incumplimiento de los objetivos marcados, para lo que deben establecerse los mecanismos que permitan conocer y reaccionar de una forma temprana a las posibles desviaciones en la ejecución presupuestaria que se detecten. La experiencia del último año indica que es preciso mejorar sustancialmente los instrumentos para el seguimiento de las cuentas de las AAPP, y en particular de las CCAA.

Entre los riesgos de que se observen desviaciones positivas en los ritmos de crecimiento respecto a los aquí proyectados, se encontrarían los derivados de una reacción de los mercados financieros más favorable al escenario de consolidación fiscal y a la consecución gradual de unos buenos resultados en este ámbito, lo que reduciría los costes de financiación de los agentes españoles (incluyendo las AAPP), relajaría las condiciones de acceso al crédito, tanto externo como interno, mejoraría la confianza de los distintos agentes en las perspectivas de la economía española y anticiparía la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Un ingrediente fundamental que contribuiría a la reactivación del crecimiento a medio y largo plazo sería la introducción de una reforma ambiciosa del mercado de trabajo, en especial de los mecanismos de contratación y de la negociación colectiva, así como el establecimiento de pautas que contuvieran en mayor medida los aumentos salariales en 2012 y 2013. Medidas decididas en estos ámbitos contribuirían a mitigar el coste, en términos de empleo, del descenso previsto de la actividad, al tiempo que serían muy beneficiosas en un momento en el que la competitividad de la producción española es el factor crucial en el que descansa una recuperación sostenida. En último término, esas medidas supondrían un impulso a la productividad de la economía española y, por tanto, del crecimiento potencial. Además, las actuaciones en este sentido mejorarían la percepción de la sostenibilidad del endeudamiento externo de España, lo que, de nuevo, mejoraría las condiciones de financiación. En estas proyecciones no se han considerado los potenciales beneficios de esa reforma del mercado laboral, de modo que las actuaciones en esos terrenos podrían dar lugar a un comportamiento menos negativo de la actividad y del empleo en los dos próximos años que el que aquí se proyecta. Por último, los nuevos avances en el proceso de reestructuración financiera en marcha deberían mejorar las condiciones de financiación de las entidades de crédito, de forma que estén en una situación más sólida cuando se recupere la economía.

Respecto a la inflación, los riesgos de desviación también parecen equilibrados. Las presiones inflacionistas podrían ser mayores si se agudizaran las tensiones en el mercado de petróleo o si se recurriera en mayor medida a las alzas de los impuestos indirectos en el programa de consolidación. En cambio, existen elementos que podrían conducir a tasas de inflación más moderadas, como la debilidad de la demanda, que va a ejercer una presión considerable sobre los márgenes, especialmente si se ve acompañada de medidas liberalizadoras en algunos mercados que incrementen el grado de competencia. Asimismo, las medidas en el mercado de trabajo comentadas anteriormente podrían permitir romper con la inercia salarial existente e incrementar la sensibilidad cíclica de los costes laborales, lo que ayudaría a limitar los incrementos de precios.

17.1.2012.

LA RESPUESTA DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS ESPAÑOLAS A LOS CAMBIOS DEL COMERCIO MUNDIAL (2008-2010)

Este artículo ha sido elaborado por María Jesús González, Antonio Rodríguez y Patrocinio Tello, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Uno de los elementos que caracterizó la recesión global de 2009 fue el desplome del comercio mundial. Así, frente a una caída del 0,5 % del PIB mundial en dicho año, las importaciones de bienes registraron un descenso mucho más significativo, del 13 % en términos reales, y generalizado por áreas geográficas¹. Son muchos los trabajos que han intentado identificar los factores que podrían haber explicado esa caída tan notable de los flujos de comercio internacional a nivel agregado, que, en todo caso, estuvo muy vinculada a la agudización de la crisis financiera desencadenada tras la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008. Tras la fuerte disminución del comercio mundial en el cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009, las importaciones de bienes volvieron a mostrar gradualmente un cierto dinamismo, más intenso en el caso de los países menos desarrollados. España no fue ajena a estos movimientos del comercio internacional, de modo que las exportaciones de bienes también cayeron con fuerza a finales de 2008 y comienzos de 2009, pero luego se recuperaron con rapidez.

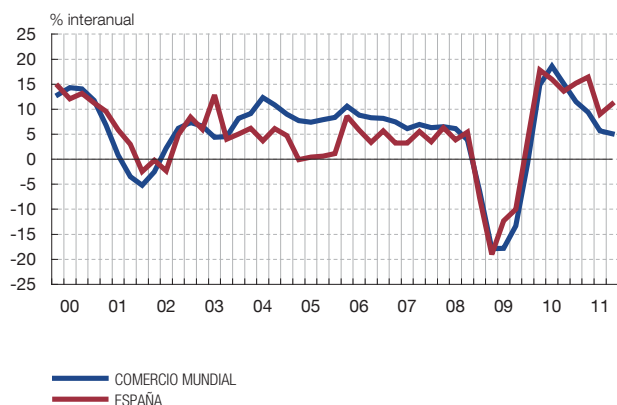
Hasta el momento son pocos los trabajos que han abordado el impacto del colapso del comercio mundial en este período reciente sobre la base de empresas exportadoras españolas². Un análisis del comportamiento de la dinámica de la salida y entrada de empresas españolas en los mercados exteriores durante la crisis podría aportar evidencia sobre los determinantes del descenso de las exportaciones y sobre el carácter más o menos duradero de la recuperación actual. Una disminución de las exportaciones que hubiera sido debida al abandono de los mercados exteriores por parte de las empresas habría sido más difícil de superar que una explicada por la reducción de la cantidad media exportada por cada una de ellas, que podría estar asociada a la debilidad de la demanda y, por tanto, sería susceptible de revertirse al recuperarse esta. Asimismo, sería interesante identificar las características diferenciales que presentaron las empresas que resistieron mejor la crisis y se recuperaron posteriormente con mayor rapidez, con el fin de conocer las claves que podrían permitir un mejor comportamiento del sector exportador en el futuro. Este análisis es muy pertinente en las presentes circunstancias, pues el deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial, y en particular en la zona del euro, se empieza a sentir de nuevo en los flujos de comercio.

Este artículo explora el comportamiento de las empresas españolas exportadoras de bienes durante la crisis del comercio mundial y su posterior recuperación. En la siguiente sección se analiza la dinámica de las empresas exportadoras (entrada, salida y permanencia) y se obtiene la contribución de los *márgenes intensivo* y *extensivo* a esa dinámica de las exportaciones. A continuación se identifican las empresas que han mostrado un mejor comportamiento en dicho período y sus principales características. Finalmente, se presentan algunas conclusiones.

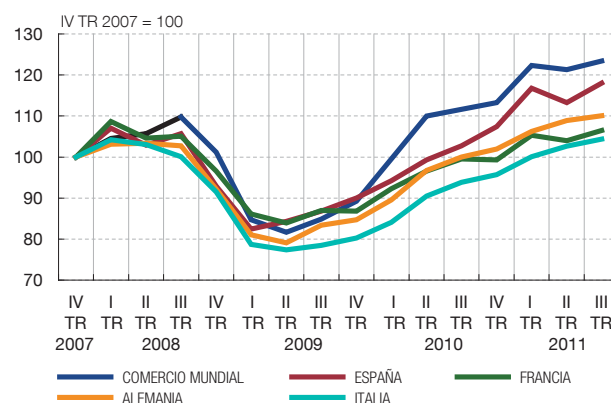
1 Aunque la recesión se inició en el otoño de 2008, en términos de las cifras anuales solo se percibe con claridad en los datos de actividad y de comercio en 2009.

2 En De Lucio et ál. (2011a) se describen la evolución del número de empresas exportadoras españolas y del volumen exportado, en términos nominales, en el período III TR 2008-III TR 2009, y la contribución de los *márgenes extensivo* e *intensivo* a dicha evolución.

EXPORTACIONES DE BIENES. PERÍODO I TR 2000-III TR 2011 (a)



EXPORTACIONES DE BIENES. PERÍODO IV TR 2007-III TR 2011 (b)



FUENTES: CPB (Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis), Eurostat y Ministerio de Economía y Competitividad.

- a Datos trimestrales reales en base 2000. Ajustados de estacionalidad.
- b Datos trimestrales nominales ajustados de estacionalidad.

La dinámica de las empresas españolas exportadoras de bienes durante la crisis del comercio mundial y la recuperación posterior

En España, al igual que en la mayoría de los países desarrollados, las exportaciones de bienes registraron en 2009 una caída muy intensa (-10,8 % en términos reales). A pesar de ello, las ventas al exterior mostraron un comportamiento menos desfavorable que en las principales economías desarrolladas en 2009, y también están registrando una recuperación más rápida e intensa desde entonces (véase gráfico 1). Así, en 2010 las exportaciones de bienes crecieron un 13,9 %, lo que permitió que la cuota de mercado de los productos españoles aumentara ligeramente en dicho año³. Esta situación se ha mantenido durante los nueve primeros meses de 2011, con un aumento interanual de las exportaciones de bienes del 12,6 %, si bien en los meses más recientes se empieza a percibir cierta ralentización en el ritmo de crecimiento.

Aunque la información a nivel de empresa sobre el volumen y destino de sus exportaciones tiene carácter confidencial, el Departamento de Aduanas proporciona datos sobre la evolución del número total de empresas exportadoras de bienes en un año dado, de las que comienzan a exportar en dicho año y de las que abandonan los mercados exteriores. Según esta información, el número de empresas exportadoras españolas aumentó tanto en 2009 como, en menor medida, en 2010 (un 6,1 % y un 2 % anual, respectivamente). En ambos períodos se incrementaron tanto el número de empresas que iniciaron su actividad exportadora (un 15 % en 2009 y un 3 % en 2010) como el de aquellas que la abandonaron (un 11 % y un 13 %, respectivamente). Como consecuencia de este abandono, los ratios de salida de la actividad exportadora aumentaron hasta situarse algo por encima del 30 % en 2009 y 2010 (véase gráfico 2). La ratio de entrada, que en 2009 se encontraba en el 33 %, se moderó ligeramente en 2010, lo que podría estar reflejando la decisión de las empresas de posponer la penetración en mercados exteriores tras la crisis de 2008 y la gran incertidumbre acerca de las perspectivas económicas mundiales⁴. A este aplazamiento podrían

³ Véase García y Tello (2011).

⁴ Cuando una empresa toma la decisión de abrir nuevos mercados, parte de la inversión requerida (como la realización de estudios de mercado, el establecimiento de la red comercial o adaptación del producto) se acomete con anterioridad al inicio de la exportación, de modo que el impacto de variables que condicionan la decisión de exportar (como las expectativas sobre la situación económica mundial o el acceso a financiación externa) puede reflejarse con retraso en los ratios de entrada. En este sentido, el menor crecimiento en 2010 de las empresas que comienzan a exportar bienes podría reflejar con retraso las malas condiciones del año anterior.

PERÍODO 2001-2010



FUENTE: Departamento de Aduanas.

a Calculado como el cociente (entre exportadoras) $\text{Empresas nuevas}_n / (\text{Empresas nuevas}_n + \text{Empresas existentes}_{n-1})$.

b Calculado como el cociente (entre exportadoras) $\text{Empresas salientes}_n / (\text{Empresas salientes}_n + \text{Empresas existentes}_{n-1})$.

también haber contribuido las dificultades de algunas empresas — en particular, las de menor tamaño⁵ — para obtener recursos financieros con los que cubrir los costes necesarios para acceder a nuevos mercados. Con todo, la información relativa a 2011, referida al conjunto de los nueve primeros meses del año, muestra un aumento del número de empresas exportadoras (un 11 % interanual), lo que sugiere que las exportaciones españolas a nivel agregado han continuado beneficiándose de la expansión de la demanda mundial.

Dado el elevado flujo de entrada y salida de empresas observado en el período considerado, resulta interesante analizar en qué medida la evolución de las exportaciones de bienes obedece a la variación del número de empresas que exportan (*margen extensivo*), o bien a las variaciones en las ventas realizadas por las empresas exportadoras (*margen intensivo*). En la literatura se han utilizado diferentes aproximaciones para calcular la contribución de los *márgenes extensivo e intensivo* a la evolución de las exportaciones. En este trabajo se va a seguir la metodología adoptada en Buono et ál. (2008), según la cual la referencia no es la empresa sino la relación comercial, definida como el flujo comercial entre una empresa y un país determinado. Este enfoque permite estimar de un modo más preciso ambos márgenes. Las aproximaciones que toman como referencia la empresa (en vez de la relación comercial) dan lugar a que la creación o la destrucción de relaciones comerciales por parte de empresas que permanecen en la muestra entre dos años consecutivos se asignen al *margen intensivo*, cuando lo correcto sería al *extensivo*⁶. Asimismo, el empleo de la información a nivel de empresa-país (relación comercial) nos permite realizar un análisis geográfico de los márgenes, tal y como veremos más adelante. Para el cálculo de estos márgenes se va a utilizar la información sobre transacciones con el exterior de las empresas españolas que sirve de base al Banco de España para la elaboración

5 Algunos de los trabajos disponibles a nivel internacional que utilizan datos de empresas encuentran que el papel de la financiación externa está relacionada con el sector de actividad de la empresa y con su tamaño. Véase Bricongne et ál. (2009).

6 Con todo, el *margen intensivo* continuaría incluyendo las ventas de un nuevo producto que realiza una empresa en un país en el que ya está presente. Sin embargo, cabe esperar que este sesgo sea reducido, ya que el número de productos que comercializa una empresa se mantiene relativamente estable entre dos años consecutivos.

	Promedio 2001-2007	2008	2009	2010
Número de empresas	53.321	28.416	25.205	25.619
Número de relaciones comerciales (b)	175.376	79.672	69.325	71.924
Volumen exportado (millones de euros)	152.432	190.322	151.680	170.893
Número medio de países de destino de las exportaciones por empresa	3,29	2,80	2,75	2,81
Número de relaciones comerciales creadas (b)	73.068	–	29.896	33.886
Número de relaciones comerciales destruidas (b)	71.874	–	40.243	31.287

FUENTE: Banco de España, a partir de la estadística de Balanza de Pagos.

a En el año 2008 se elevó el umbral de simplificación de declaración por transacción-país hasta 50.000 euros (desde 12.500 euros), lo que afecta a la comparabilidad con el período 2001-2007. Por este motivo no se presenta la información relativa a las relaciones comerciales creadas (destruidas) en el año 2008, ya que se encuentra sesgada significativamente a la baja (alza).

b Las relaciones comerciales se definen a nivel empresa-país.

de la Balanza de Pagos⁷. Esta información se ha analizado teniendo en cuenta los datos anuales⁸. En el cuadro 1 se resume la información sobre el número de empresas que integran la base de datos y el de relaciones comerciales en el período objeto de análisis⁹.

En 2009, la mayor parte del descenso que registraron las exportaciones de bienes españolas (–23 % en términos nominales, según los datos a nivel de empresa-país de la Balanza de Pagos) vino explicado, sobre todo, por la caída del margen intensivo (en torno al 87 % del total), esto es, por la disminución del valor medio exportado por cada empresa a cada país y, en mucha menor medida, por el margen extensivo, es decir, por el abandono de mercados (un 13 % del total) (véase gráfico 3)¹⁰. Estos resultados son similares a los que se obtienen para otros países y también en algunos trabajos realizados para el caso español¹¹. Las empresas grandes son las que contribuyeron en mayor medida al descenso de las exportaciones en 2009: concretamente, el 5 % de las mayores empresas exportadoras de la muestra —que representan en torno al 77 % del total de las exportaciones españolas— explicaría aproximadamente el 70 % de dicho descenso¹². El segundo panel del gráfico 3 ilustra que el descenso del margen intensivo se debe, sobre todo, a la disminución del valor medio exportado a países desarrollados y, en mucha menor medida, a las ventas a los países en vías de desarrollo, en línea con el mejor comportamiento de la demanda en

7 Es importante tener en cuenta que en el año 2008 se elevó el umbral de simplificación de declaración por transacción-país hasta 50.000 euros, que introduce una ruptura en la serie, por lo que la comparación con el año 2007 está sesgada. A modo de ejemplo, como resultado de esta elevación, si la venta que una empresa realiza a un país en 2008 por encima de 50.000 euros pasa a ser de 40.000 euros en 2009, en la base de datos utilizada se considera que la relación comercial de esa empresa con ese país ha desaparecido (impacto negativo sobre el *margen extensivo*), mientras que antes de 2008, al ser el umbral de 12.500 euros, dicha relación comercial seguiría existiendo en la serie (impacto negativo sobre el *margen intensivo*).

8 Aunque el empleo de datos anuales no permite tratar de forma diferenciada el inicio del colapso del comercio mundial en el cuarto trimestre de 2008, la estacionalidad que presentan los datos de comercio exterior, por un lado, y el que algunas empresas exportan solo en algunos meses/trimestres del año, por otro, no recomiendan el uso de datos de frecuencia inferior.

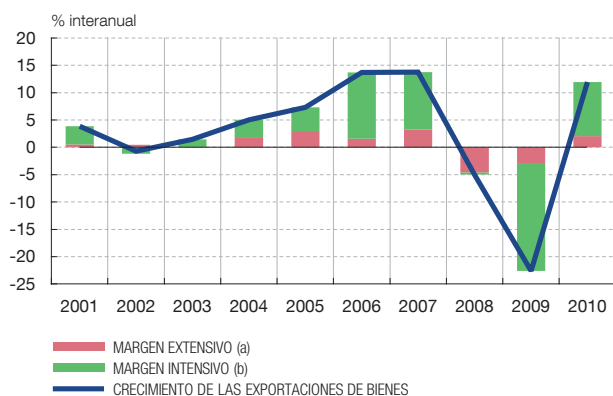
9 Según la base de datos empleada en este artículo, el número de relaciones comerciales se redujo un 13 % en 2009 y aumentó un 3,7 % en 2010, frente a una reducción del 11,3 % en el número de empresas en 2009 (del –1,9 % en el número medio de países a los que exporta una empresa) y a un aumento del 1,6 % en 2010 (del 2,1 % en el número de destinos).

10 Para el cálculo de las contribuciones se ha seguido la aproximación propuesta en Buono et ál. (2008), o tasas de crecimiento medias (*mid-point growth rates*), lo que permite tener en cuenta en cada momento la contribución a la variación de las relaciones que se extinguen en cada período.

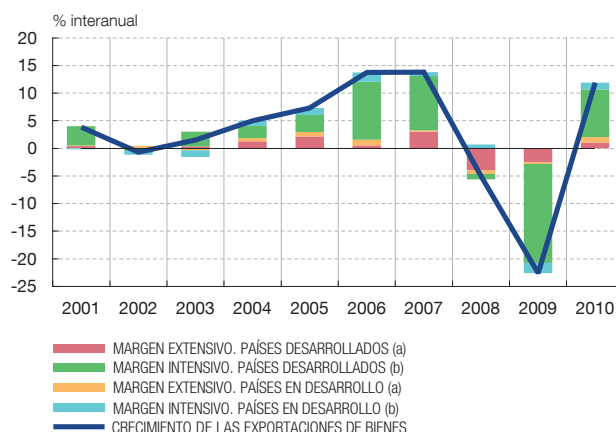
11 Bricongne et ál. (2009) para Francia, Behrens et ál. (2010) para Bélgica, y De Lucio et ál. (2011a) para España.

12 De Lucio et ál. (2011b) encuentran una relación positiva entre el tamaño de las empresas y la caída de las exportaciones.

PERÍODO 2001-2010



PERÍODO 2001-2010



FUENTES: Banco de España, a partir de la estadística de Balanza de Pagos.

- a Se define el margen extensivo como la contribución al incremento (descenso) del valor exportado derivado de un aumento (retroceso) del número de países a los que una empresa exporta o relaciones comerciales «empresa-país destino».
- b Se define el margen intensivo como la contribución al incremento (descenso) del valor exportado derivado de un aumento (retroceso) de la cantidad exportada por cada empresa a cada país.

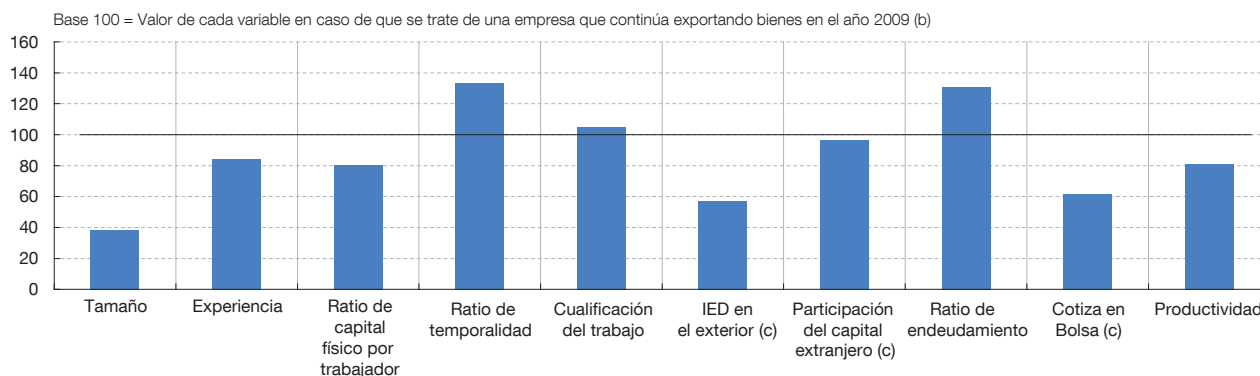
esos países. Por su parte, en consonancia con las mejores perspectivas de crecimiento de las áreas emergentes, por un lado, y los mayores costes de entrada en estos mercados —más alejados geográfica y culturalmente—, por otro, la contribución al margen extensivo del abandono de estos mercados ha sido prácticamente nula. El análisis anterior sugiere que el grueso de las empresas exportadoras españolas aguantó el severo descenso del comercio mundial, con escaso abandono de los mercados en los que ya estaban establecidas, lo que facilitó la recuperación posterior de sus ventas en el exterior.

Los datos relativos a 2010 confirman que la recuperación de las exportaciones de bienes españolas se apoyó, sobre todo, en el aumento del margen intensivo, que explicó en torno al 83 % del incremento de las exportaciones totales, mientras que las nuevas relaciones comerciales formalizadas solo explicaron el 17 % restante. Finalmente, la desagregación geográfica apunta a que la recuperación del margen intensivo se debió al aumento de la cantidad media exportada a países desarrollados, que son los que habían contribuido en mayor medida al descenso de las exportaciones españolas en el año 2009. La rapidez con la que las ventas exteriores han respondido a la recuperación de la economía mundial sugeriría que fueron factores de demanda y no de oferta, más relacionados con un deterioro de la base exportadora, los que habrían explicado la mayor parte del descenso de las exportaciones en 2009. En el caso del margen extensivo, se observa un incremento de las relaciones comerciales mantenidas con los países tanto desarrollados como en vías de desarrollo, aunque el número total de relaciones comerciales no ha recuperado todavía el nivel previo a la crisis.

Características de las empresas exportadoras que mostraron mayor resistencia ante la crisis del comercio mundial

El análisis realizado apunta a que las empresas españolas reaccionaron de forma distinta al declive del comercio mundial: mientras que algunas abandonaron los mercados exteriores, la mayoría redujo el volumen exportado e, incluso, algunas incrementaron su presencia exterior, en un contexto de debilidad de la demanda interna. Dado que el crecimiento a largo plazo de las exportaciones depende en buena medida de la evolución de la base exportadora, resulta interesante identificar qué características presentan las

MEDIANA DEL AÑO 2009 (a)



FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos, Central de Balances y Registros Mercantiles.

- a Debido a la no disponibilidad de toda la información relativa a la Central de Balances y Registros Mercantiles del año 2009, los valores de las características representadas se refieren al año 2008.
- b En el caso del tamaño, por ejemplo, debe interpretarse que el correspondiente a las empresas que dejaron de exportar en el año 2009 es un 62 % inferior al de las que continuaron exportando en dicho año.
- c Para estas variables el estadístico representado es la media muestral.

empresas que mejor se han comportado durante esta etapa tan convulsa del comercio mundial¹³.

Son muchos los estudios empíricos, tanto a nivel internacional como con datos de empresas españolas, que corroboran que las empresas exportadoras son más eficientes y productivas que el resto, lo que les permite acometer los costes de penetración en nuevos mercados y, además, afrontar con éxito la intensa competencia internacional. Sin embargo, la disponibilidad de trabajos que analicen las características que presentan las empresas exportadoras que mejor se comportan ante un *shock* externo negativo, como el último colapso del comercio mundial, es reducida. En este artículo se emplea la base de datos construida por el Banco de España, que ya se utilizó en trabajos anteriores, aunque ampliada para que la unidad de referencia sea la relación comercial y no la empresa, y que aglutina la información procedente de tres fuentes estadísticas: la Balanza de Pagos, la Central de Balances y las Cuentas Anuales depositadas por las empresas españolas en los Registros Mercantiles¹⁴. La base de datos ha sido actualizada para incluir la información relativa a las empresas que exportaron en el período 2008-2010.

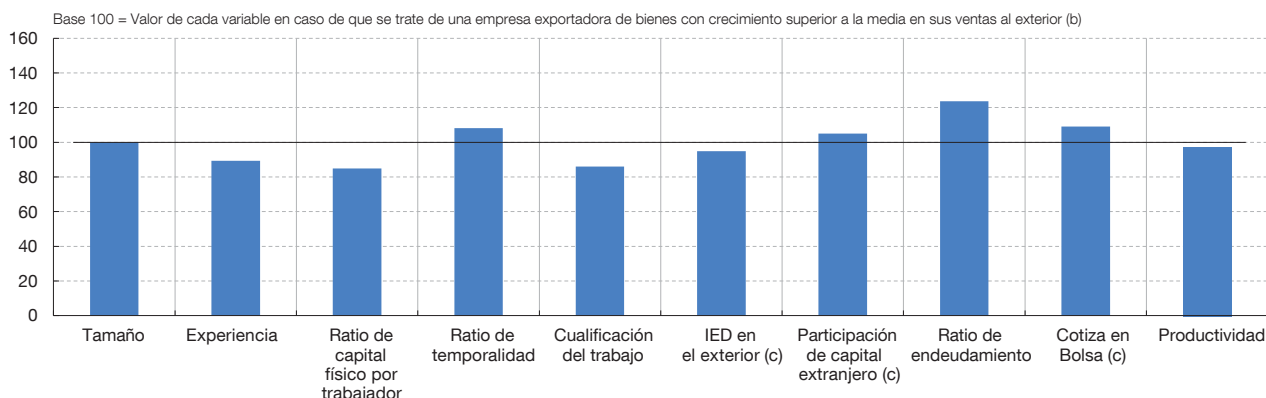
Esta base de datos se utilizó en el pasado para delimitar las características que distinguen a las empresas que exportan de las que no lo hacen, encontrándose que aquellas se caracterizan por su mayor tamaño, cualificación de los empleados, productividad del trabajo e intensidad innovadora. Asimismo, presentan una menor ratio de temporalidad y una diversidad más elevada en sus fuentes de financiación. También realizan en mayor proporción actividades de inversión extranjera directa (IED) y están más participadas por capital extranjero¹⁵. En este artículo se comparan los valores que dichas variables toman en las empresas españolas que

¹³ Véanse Schott (2009) y Bernard et ál. (2009) para Estados Unidos.

¹⁴ Una descripción detallada de la información procedente de la combinación de estas tres fuentes estadísticas y de sus limitaciones se encuentra en Martín y Rodríguez (2009 y 2011). La base de datos resultante de combinar la información procedente de estas tres estadísticas presenta una serie de limitaciones (de las que la más importante es el sesgo que presenta hacia las grandes empresas no financieras) que deben tenerse en cuenta a la hora de extraer las conclusiones.

¹⁵ Véanse Martín y Rodríguez (2009 y 2011).

MEDIANA DEL AÑO 2010 (a)



FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos, Central de Balances y Registros Mercantiles.

- a Debido a la no disponibilidad de la información relativa a la Central de Balances y Registros Mercantiles del año 2010, los valores de las características representadas se refieren al año 2008.
- b En el caso de la ratio de endeudamiento, por ejemplo, debe interpretarse que el correspondiente a las empresas que registraron caídas en sus exportaciones en el año 2010 es un 24 % superior al de las que mostraron un crecimiento superior a la media en sus ventas al exterior en dicho año.
- c Para estas variables el estadístico representado es la media muestral.

continuaron exportando en el año 2009 con los que presentaban las empresas que abandonaron el mercado exterior en el contexto de colapso del comercio mundial (y de crisis interna) según la base de datos mencionada (véase gráfico 4)¹⁶. En general, fueron las empresas más pequeñas, con menor presencia de IED en el exterior, menos productivas y que no cotizan en bolsa las que dejaron de exportar en mayor medida. Se observa también que muestran una ratio de endeudamiento y de temporalidad de sus empleados sensiblemente más elevada. Estos resultados corroboran el que en el caso de las empresas grandes —y de las más productivas— el descenso del volumen exportado vino explicado en mayor medida por el *margen intensivo*, esto es, por la reducción de la cantidad media exportada y no tanto por el abandono de mercados —*margen extensivo*—, mientras que en las empresas de menor tamaño este segundo factor también desempeñó un papel relevante. Esta evidencia es similar a la encontrada en De Lucio et ál. (2011a) para el total de las empresas exportadoras españolas¹⁷.

Centrándonos ahora en tratar de determinar qué tipo de empresas exportadoras aprovechó mejor la recuperación del comercio a partir del 2010, como se puede apreciar en el gráfico 5, el rasgo diferencial fue el grado de endeudamiento (variable que tendió a ser más elevada en términos relativos en las empresas cuyas ventas al exterior continuaron cayendo en dicho año). Esto sugiere que son las empresas más endeudadas las que más problemas han encontrado para beneficiarse de la recuperación de la coyuntura internacional, lo que podría explicarse tanto por la existencia de problemas de acceso a financiación externa como por la necesidad de utilizar los recursos disponibles para sanear sus balances.

15 Véanse Martín y Rodríguez (2009 y 2011).

16 Debido a la no disponibilidad de toda la información de las características de las empresas procedentes de la Central de Balances y de los Registros Mercantiles del año 2009 a la hora de elaborar el presente artículo, se han utilizado los datos que caracterizan una empresa relativos al año 2008. Cabe mencionar que, a la hora de interpretar los gráficos 4 y 5, se debe tener en cuenta que las variables donde se observan diferencias mayores son aquellas que presentan un mayor *gap* (tanto positivo como negativo) respecto al valor de referencia (base 100 en ambos casos).

17 Bricongne et ál. (2009) concluyen que la crisis afectó de forma simétrica a empresas exportadoras francesas grandes y pequeñas una vez que se controla por el sector de actividad y por el grado de diversificación geográfica. Asimismo, encuentran evidencia de que las empresas de sectores más dependientes de la financiación externa fueron también las más afectadas por la crisis.

Conclusiones

A finales de 2008 el comercio internacional sufrió una caída sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial, que afectó, en mayor o menor medida, a todas las regiones. Los escasos estudios que analizan el impacto de la crisis sobre la base de las empresas exportadoras de un país e identifican las características de las empresas que han registrado un comportamiento relativamente más favorable en un contexto tan adverso son interesantes porque sirven para orientar las medidas destinadas a aumentar la resistencia de las empresas en situaciones difíciles y evitar, por tanto, la destrucción de la base exportadora que podría afectar negativamente a la evolución a largo plazo de las ventas al exterior. En el caso español, y en línea con los resultados obtenidos en otros países, se observa que el descenso de las exportaciones de bienes en 2009 se debió, sobre todo, a la reducción de la cantidad media exportada por empresa —especialmente, hacia países desarrollados— y no tanto a la destrucción de las relaciones comerciales previamente establecidas. Este resultado ha favorecido que las exportaciones hayan respondido con rapidez a la posterior recuperación de la demanda exterior, lo que hubiera sido más difícil de lograr en caso de que las empresas hubieran abandonado los mercados exteriores. Asimismo, se observa que los ratios de entrada y salida en la actividad exportadora se han mantenido elevadas (por encima del 30 %), lo que subraya la alta rotación que existe en el número de empresas exportadoras, dominado por las de pequeño y mediano tamaño.

El análisis de las principales características de las empresas exportadoras españolas sugiere que las más pequeñas, las menos productivas, con menor presencia a través de IED en el exterior y una mayor ratio de endeudamiento son las que abandonaron en mayor medida los mercados exteriores durante el colapso del comercio mundial. También en 2010, cuando la demanda mundial se recuperó, las empresas con una mayor ratio de endeudamiento tuvieron un peor comportamiento exportador. Para este grupo de empresas, el saneamiento de sus balances parece crucial para poder contar con recursos con los que afrontar o consolidar su expansión exterior.

19.12.2011.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2010). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2009*.
- BEHRENS, K., G. CORCOS y G. MION (2010). *Trade crisis? What trade crisis?*, Working Paper n.º 195, National Bank of Belgium.
- BERNARD, A. B., J. B. JENSEN, S. J. REDDING y P. K. SCHOTT (2009). *The margins of US trade*, Working Paper n.º 14662, NBER.
- BRICONGNE, J. C., L. FONTAGNÉ, G. GAULIER, D. TAGLIONI y V. VICARD (2009). *Firms and the global crisis: French exports in the turmoil*, Document de travail, n.º 265, Banco de Francia.
- BUONO, I., H. FADINGER y S. BERGER (2008). *The micro Dynamics of Exporting—Evidence from French firms*, MPRA paper n.º 12940.
- CONSEJO SUPERIOR DE CÁMARAS DE COMERCIO, INDUSTRIA Y NAVEGACIÓN DE ESPAÑA (2011). *La empresa exportadora española 2006-2009*.
- DE LUCIO, J., R. MÍNGUEZ, A. MIRONDO y F. REQUENA (2011a). «Comercio internacional y crisis económica: un análisis microeconómico para España», *Tribuna de Economía*, enero-febrero, n.º 858, ICE.
- (2011b). «The intensive and extensive margins of Spanish trade», *International Review of Applied Economics*.
- GARCÍA, C., y P. TELLO (2011). «La evolución de las cuotas de exportación de los productos españoles en la última década: el papel de la especialización comercial y de la competitividad», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- ICEX, INSTITUTO ESPAÑOL DE COMERCIO EXTERIOR (2011). *Perfil de la empresa exportadora española*.
- MARTÍN, C., y A. RODRÍGUEZ (2009). «Una aproximación a las características de las empresas exportadoras españolas», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- (2011). «Las empresas españolas exportadoras de bienes y servicios no turísticos: análisis comparativo e impacto de la crisis», *Cuadernos ICE*, n.º 82, de próxima publicación.
- MARTÍN, C., A. RODRÍGUEZ y P. TELLO (2009). «Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- SCHOTT, P. K. (2009). «US trade margins during the 2008 crisis», en Richard Badwin (ed.), *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*, CEPR.

EL INFORME ANUAL DE CRECIMIENTO 2012 Y EL SEMESTRE EUROPEO: NUEVOS MECANISMOS Y PRIORIDADES DE POLÍTICA ECONÓMICA EN LA UE

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Caballero, Esther Gordo y Carmen Marín, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Desde que se inició la crisis se está llevando a cabo una profunda revisión de la arquitectura de la gobernanza europea, con el fin de crear mecanismos con la potencia suficiente no solo para frenar los procesos de contagio que han surgido en los mercados de deuda, sino también para fortalecer los incentivos de los Gobiernos para implementar políticas económicas coherentes con las exigencias que se derivan de la pertenencia a la UEM. En este sentido, a lo largo de los dos últimos años se ha consensuado un fortalecimiento de los mecanismos de coordinación, supervisión y vigilancia de las políticas presupuestarias y macroeconómicas, que se ha concretado en una reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y en la introducción de un mecanismo formal para la vigilancia de las divergencias competitivas y de los desequilibrios macroeconómicos. Los Estados de la UEM y otros miembros de la UE también firmaron el Pacto por el Euro Plus, un acuerdo de carácter intergubernamental que tiene como finalidad reforzar el compromiso para establecer políticas orientadas al crecimiento y a la competitividad. Y anteriormente, en 2010, el Consejo Europeo había establecido la Estrategia Europa 2020, la sucesora de la antigua Agenda de Lisboa, que constituye un programa de acción y de reforma estructural orientado a la creación de empleo, la mejora de la productividad y la cohesión social.

Otra de las innovaciones introducidas durante la crisis es el denominado «Semestre Europeo», que establece un nuevo calendario para la discusión en los foros europeos de todo lo relacionado con los procedimientos de déficit y de desequilibrios excesivos y con los planes de reformas nacionales donde se plasman los compromisos adquiridos en el marco del Pacto por el Euro Plus y la Estrategia Europa 2020. El Semestre se inicia con la presentación por parte de la Comisión Europea del denominado «Informe Anual de Crecimiento» (IAC), donde se establecen las prioridades de política económica que los países europeos deberían afrontar en los próximos meses.

A finales de noviembre, la Comisión Europea adelantó la presentación del IAC correspondiente al año 2012. Con este motivo, en el siguiente apartado se describe brevemente el funcionamiento del Semestre Europeo, y en el tercero se detallan las prioridades de política económica que según el IAC de la Comisión se deberían abordar en los próximos meses. En el cuarto epígrafe se comenta la valoración de los avances realizados en los últimos meses. El trabajo finaliza presentando las conclusiones.

El Semestre Europeo

El Semestre Europeo se inauguró en el año 2011 y supuso una novedad importante en la coordinación de las políticas económicas en la UE, ya que, por primera vez, el seguimiento de las políticas fiscales, de empleo y de reforma estructural se llevó a cabo, de manera simultánea e integrada, durante los seis primeros meses de cada año y de acuerdo con unas reglas comunes establecidas de antemano.

El Semestre se inicia todos los años en enero con la presentación por parte de la Comisión Europea de un informe de consenso, el IAC, en el que se establecen con antelación las áreas prioritarias de reforma, que han de aprobarse en el Consejo de marzo, para que posteriormente los Gobiernos puedan tenerlas en cuenta a la hora de elaborar sus respectivos

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

FUENTE: Comisión Europea.

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

programas (véase cuadro 1). El principal objetivo de este informe, por tanto, es fortalecer la coordinación *ex ante* de las políticas económicas.

En abril y mayo los países van reflejando estas prioridades en dos documentos: los Programas Nacionales de Reforma (PNR), donde se reflejan las medidas de reforma estructural orientadas a cumplir los objetivos de la Estrategia Europa 2020 y los compromisos adquiridos en el marco del Pacto por el Euro Plus; y los Programas de Estabilidad y Convergencia (PEC), donde se establecen los planes presupuestarios a medio plazo y otras medidas orientadas a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y a la mejora de los marcos fiscales.

Sobre la base de estos planes, la Comisión establece recomendaciones específicas para cada país, que han de recibir aprobación en el Consejo de junio. Estas recomendaciones tratan de ser relativamente concretas y alcanzables en los siguientes 12-18 meses. Los países deberán tenerlas en consideración a la hora de elaborar sus presupuestos (normalmente, después del verano) y su grado de cumplimiento se revisará en el Consejo Europeo de verano del siguiente año.

Cabe destacar que el Semestre Europeo de 2012 es el primero que se realiza tras la aprobación del paquete de reforma de la gobernanza y todavía no está totalmente definido cómo queda engarzado el nuevo procedimiento de desequilibrios excesivos en este nuevo ciclo. En el año 2011 se elaboró un conjunto único de recomendaciones para cada país, que incorporaba tanto las recomendaciones relativas al procedimiento de déficit excesivo, cuyo incumplimiento puede derivar en la imposición de sanciones, como el resto de las recomendaciones establecidas dentro del Semestre Europeo. Por otra parte, los países que han recibido asistencia financiera gozan de un tratamiento especial. La ayuda financiera a estos países está sujeta a un programa de condicionalidad que contiene compromisos

y recomendaciones muy concretas, cuyo cumplimiento está sujeto a una revisión trimestral llevado a cabo por el BCE, la CE y el FMI al margen del Semestre Europeo. Por ello, la única recomendación que reciben en el marco del Semestre Europeo es que cumplan estrictamente este programa.

El Informe Anual de Crecimiento de 2012

El pasado 23 de noviembre, la Comisión Europea publicó el IAC de 2012, que contiene lo que esta institución considera que deben ser las prioridades de política presupuestaria y de reforma estructural para los próximos doce meses. Este informe, cuya fecha de publicación se ha adelantado con respecto a la prevista —enero de 2012—, a fin de dar un margen más amplio a las autoridades nacionales y a las instituciones europeas para su toma en consideración, marca el punto de arranque del Semestre Europeo de 2012. El Consejo Europeo de Primavera, que se celebrará el 2 de marzo de 2012, discutirá su contenido con el fin de aprobar las orientaciones de carácter horizontal, que deberán tener en cuenta los Estados miembros, durante la primavera del próximo año, en la elaboración de sus PEC y de sus PNR. Por último, la Comisión, tras analizar y valorar dichos programas, presentará en junio propuestas de recomendación de política económica y presupuestaria específicas para cada país, que el Consejo Europeo deberá discutir y aprobar en julio.

LAS PRIORIDADES DE POLÍTICA ECONÓMICA

Como no podía ser de otra forma, las prioridades establecidas en el IAC son las establecidas en las iniciativas y estrategias de carácter supranacional o intergubernamental consensuadas entre los Gobiernos y las instituciones europeas. Así, por un lado, las prioridades reflejan las necesidades que la crisis de la deuda soberana ha traído al frente, entre las que destaca la urgencia de reconducir las finanzas públicas hacia niveles más sostenibles y eliminar los desequilibrios y las divergencias competitivas que se acumularon durante los años de expansión económica. Estas prioridades constituyen el objetivo fundamental de los procedimientos de déficit y desequilibrio excesivo y del Pacto por el Euro Plus, un acuerdo de carácter intergubernamental por el que los países se comprometen a introducir reformas concretas en un plazo establecido en cuatro áreas fundamentales: la competitividad, el empleo, la sostenibilidad de las finanzas públicas y la estabilidad del sistema financiero, enfatizando también la necesidad de alcanzar una mayor coordinación de las políticas impositivas (véase cuadro 2).

Por otro lado, la Estrategia Europa 2020 establece las políticas de reforma estructural necesarias a medio y largo plazo para alcanzar el modelo de crecimiento basado en el conocimiento, sostenible e integrador, que la mayoría de los países de la UE consideran satisfactorio. Los principales objetivos de esta Estrategia son el impulso de la sociedad de la información y de la investigación y el desarrollo; el fomento de la competencia, especialmente en las industrias de red y los servicios; el aumento de la flexibilidad y de la seguridad de los mercados de trabajo (*flexiguridad*), y el impulso de la iniciativa empresarial. La dimensión social de la política europea queda plasmada en la necesidad de lograr mejoras en la calidad de la educación y en la lucha contra la exclusión social. También se incorporan objetivos medioambientales, como el aumento en la eficiencia y el ahorro energéticos, el fomento de las energías renovables y los compromisos de reducción de la emisión de gases de efecto invernadero. Para lograr estos objetivos, Europa 2020 se desarrolla en un doble frente. En el ámbito nacional, cada Estado establece en sus respectivos PNR los objetivos nacionales, que pueden diferir de los establecidos para el conjunto de la UE, y las medidas que deberían llevar a la consecución de esos objetivos. A nivel de la UE, se han establecido siete iniciativas de referencia o iniciativas emblemáticas, cuyo objetivo es la adopción de medidas que pretenden reducir la fragmentación que aún existe en determinados aspectos del mercado único y favorecer la movilidad de las personas y del conocimiento dentro de la Unión. Estas iniciativas, que ya han comenzado a implementarse

FOMENTO DE LA COMPETITIVIDAD
Establecer medidas destinadas a lograr una mayor coherencia entre los salarios y la productividad. Entre ellas destacan la revisión de los mecanismos de determinación salarial, del grado de centralización de los procesos de negociación y de los mecanismos de indicación salarial.
Asegurar que los acuerdos salariales en el sector público tienen en cuenta los esfuerzos por la mejora de la competitividad del sector privado.
Introducir medidas de incremento de la productividad: <ul style="list-style-type: none"> – Aumentar la competencia en sectores como los servicios profesionales y el comercio minorista. – Mejora de los sistemas educativos y promoción de la I + D, la innovación y la inversión en infraestructuras. – Medidas para mejorar el entorno empresarial, especialmente de las pymes, eliminando barreras administrativas.
FOMENTO DEL EMPLEO
Introducir reformas del mercado laboral para promocionar la <i>flexibilidad</i> , reducir el empleo no declarado, aumentar las tasas de actividad y fomentar la formación continua.
Disminución de los impuestos sobre el trabajo —manteniendo la neutralidad en términos de los ingresos impositivos totales—.
SOSTENIBILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS
Modificar los sistemas de pensiones para tener en cuenta los desarrollos demográficos. Por ejemplo: alineando la edad de jubilación efectiva con la esperanza de vida.
Disminuir las jubilaciones anticipadas e incentivar el empleo de los trabajadores de más de 55 años.
Los Estados miembros se comprometieron a trasladar a sus legislaciones nacionales las reglas fiscales contenidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con la fórmula legal de su elección, siempre que se garantice su carácter vinculante y duradero.
REFORZAR LA ESTABILIDAD FINANCIERA
Los Estados miembros se comprometen a desarrollar la legislación aplicable para la disolución de entidades bancarias no viables y a realizar con regularidad pruebas de resistencia bancaria coordinadas a nivel de la UE.

FUENTE: Comisión Europea.

en los años recientes, comprenden acciones como la introducción de la patente europea, la creación de los espacios europeos de investigación y de educación superior o la introducción del mercado único de la energía (véase cuadro 3).

El IAC de 2012 recomienda adoptar medidas en todos esos ámbitos, enfatizando la necesidad de combinar medidas que estimulen la actividad a corto plazo con otras que posibiliten la consecución de un modelo de crecimiento económico adecuado en el medio plazo. En opinión de la Comisión, esto último es especialmente relevante en la situación actual, en la que los mercados financieros evalúan la sostenibilidad de la deuda pública de un país tomando en consideración sus perspectivas de crecimiento, su capacidad para adoptar reformas estructurales ambiciosas y su compromiso con la mejora de la competitividad.

En este contexto, el IAC establece cinco prioridades en las que deben concentrarse los esfuerzos nacionales y de la Unión Europea en 2012: el avance en la consolidación fiscal, diferenciada por países y compatible con el crecimiento, el restablecimiento del flujo de crédito en la economía, la promoción del crecimiento y la competitividad a corto y medio plazo, la respuesta al desempleo y otros efectos sociales de la crisis y la modernización de las Administraciones Públicas.

Consolidación fiscal diferenciada y compatible con el crecimiento

El IAC expresa que el propósito de las políticas de consolidación fiscal, tras el fuerte repunte de la deuda y del déficit público en el área del euro durante la crisis, debe ser restaurar la estabilidad macroeconómica y financiera, como base para la recuperación del crecimiento y garantía del mantenimiento del sistema social europeo, con una estrategia diferenciada por países. Con las medidas presupuestarias ya adoptadas, y en ausencia de cambios en las políticas, se espera que el déficit público alcance el 3 % del PIB en el conjunto de la UE en 2013.

OBJETIVOS PRINCIPALES

Tasa de empleo del 75 %.
 Inversión del 3 % PIB en I+D+i.
 Objetivo energético 20/20/20.
 Reducir el abandono escolar.
 Aumentar el porcentaje de la población con estudios superiores.
 Reducir la pobreza.

INICIATIVAS EMBLEMÁTICAS

CRECIMIENTO INTELIGENTE

INNOVACIÓN. «Unión por la innovación» para mejorar las condiciones generales y el acceso a la financiación para investigación e innovación.

EDUCACIÓN. «Juventud en movimiento», para mejorar los resultados de los sistemas educativos y facilitar la entrada de los jóvenes en el mercado de trabajo.

SOCIEDAD DIGITAL. «Una agenda digital para Europa», con el fin de acelerar el despliegue de Internet de alta velocidad.

CRECIMIENTO SOSTENIBLE

MEDIO AMBIENTE. «Una Europa que utilice eficazmente los recursos», para apoyar el cambio hacia una economía con bajas emisiones de carbono, incrementar el uso de fuentes de energía renovables, modernizar el sector del transporte y promover la eficiencia energética.

POLÍTICA INDUSTRIAL SOSTENIBLE. «Una política industrial para la era de la mundialización», para mejorar el entorno empresarial, especialmente para las pymes, y apoyar el desarrollo de una base industrial fuerte y sostenible, capaz de competir a nivel mundial.

CRECIMIENTO INTEGRADOR

EMPLEO Y CUALIFICACIONES. «Agenda de nuevas cualificaciones y empleos», para modernizar los mercados laborales y el desarrollo de capacidades a lo largo de la vida, para aumentar la participación laboral y la movilidad laboral.

LUCHA CONTRA LA POBREZA. «Plataforma europea contra la pobreza», para garantizar la cohesión social y territorial. Con el fin de que las personas que sufren de pobreza y exclusión social puedan vivir dignamente y tomar parte activa en la sociedad.

DIRECTRICES INTEGRADAS DE EUROPA 2020

Directriz n.º 1: Garantizar la calidad y la viabilidad de las finanzas públicas.

Directriz n.º 2: Abordar los desequilibrios macroeconómicos.

Directriz n.º 3: Reducir los desequilibrios en la zona del euro.

Directriz n.º 4: Optimizar el apoyo a la investigación, el desarrollo y la innovación (I+D+i), reforzar el «triángulo del conocimiento» y liberar el potencial de la economía digital.

Directriz n.º 5: Mejorar la utilización eficiente de los recursos y reducir los gases de efecto invernadero.

Directriz n.º 6: Mejorar el entorno para las empresas y los consumidores y modernizar la base industrial.

Directriz n.º 7: Aumentar la participación en el mercado laboral y reducir el desempleo estructural.

Directriz n.º 8: Conseguir una población activa cualificada que responda a las necesidades del mercado laboral promoviendo la calidad del trabajo y el aprendizaje permanente.

Directriz n.º 9: Mejorar los resultados de los sistemas educativos y de formación en todos los niveles e incrementar la participación en la enseñanza superior.

Directriz n.º 10: Promover la inclusión social y luchar contra la pobreza.

FUENTE: Comisión Europea.

En un escenario como el actual, caracterizado por un crecimiento potencial reducido, la implementación de un ajuste estructural tan intenso y sostenido como el que deben afrontar muchas economías europeas puede resultar compleja. Por ello, la Comisión recomienda que el diseño de las medidas de ajuste fiscal tenga en cuenta los posibles desincentivos al empleo y al ahorro que conllevan algunos impuestos y los efectos sobre el crecimiento y la productividad que conllevan posibles recortes del gasto público en innovación, en educación y en políticas activas de empleo. También recomienda proseguir con la reforma y modernización de los sistemas de pensiones —ajustando la edad de jubilación a la creciente esperanza de vida y restringiendo el acceso a la jubilación anticipada—.

Por el lado de los ingresos públicos, el IAC indica que las reformas impositivas en los países deberían contemplar una posible ampliación de las bases impositivas de algunos impuestos, mediante la eliminación de las exenciones y reducciones —muy relevantes en el caso del impuesto sobre el valor añadido y también en los impuestos sobre la renta

personal y empresarial— y la lucha contra la evasión fiscal. También debería abordarse una disminución de la tributación del trabajo, compensada por un incremento de otros impuestos con un menor efecto desfavorable sobre el crecimiento, como los aplicados al consumo o la riqueza inmobiliaria, o los medioambientales. Finalmente, enfatiza la necesidad de proseguir en la coordinación impositiva entre los países de la UE, en línea con las propuestas que se hacían en el IAC de 2011 y con los compromisos del Pacto por el Euro Plus, estableciendo una base impositiva consolidada común del impuesto de sociedades, una tasa sobre las transacciones financieras e impuestos sobre la energía.

Restablecimiento del flujo del crédito en la economía

El IAC considera que la excesiva asunción de riesgo por parte de las entidades bancarias que contribuyó al desencadenamiento de la crisis ha generado una situación generalizada de fragilidad en el sector, que se traduce en una restricción del crédito para hogares y empresas con efectos desfavorables sobre la actividad. Para salir de esta situación, considera preciso fortalecer las posiciones de capital de los bancos, de modo que se adecue, en particular, al incremento del riesgo en los mercados de deuda soberana, así como favorecer su acceso a la financiación —con los sistemas de garantías públicas vigentes o fijando unos nuevos, si es preciso—. La Comisión recomienda también facilitar el crédito a las pymes y la creación de un nuevo régimen para las entidades de capital-riesgo, de modo que puedan captar fondos a nivel europeo.

Promoción del crecimiento y la competitividad

La consolidación fiscal y la recuperación del sector financiero son condiciones necesarias pero no suficientes para recuperar una senda de crecimiento sostenido. Además, es preciso aplicar reformas estructurales que, si bien ejercen su efecto sobre el crecimiento potencial de la economía de modo gradual, pueden generar un incremento de la confianza en el corto plazo, en la medida en que su aplicación se refleje en una mejora de las perspectivas económicas. El IAC sostiene que el crecimiento comparativamente reducido de la UE viene explicado en gran medida por el débil comportamiento de la productividad, que se ve constreñida fundamentalmente por dos factores: la excesiva fragmentación que aún existe en el mercado europeo, que frena el crecimiento de las empresas y les impide beneficiarse de las economías de escala; y la persistencia de condiciones poco propicias para la innovación y la inversión, en forma de obstáculos regulatorios y de dificultades en el acceso a la financiación.

La responsabilidad para lograr avances significativos en este ámbito descansa, a juicio de la Comisión, en las políticas nacionales comprometidas en la Estrategia Europa 2020, que deberían realizar avances significativos en la liberalización de los servicios, con la implementación completa de la Directiva de Servicios para finales de 2012, así como en la eliminación de las restricciones legales no justificadas para la prestación de servicios empresariales y profesionales de toda índole y en el comercio minorista. También reclama la desaparición de las barreras técnicas, administrativas y sociales a la adopción de tecnologías y procesos de producción innovadores. Además, el IAC defiende la creación de un Mercado Único Digital, que permitiría el establecimiento de sistemas seguros de pagos en las transacciones digitales a nivel europeo y la eliminación de las restricciones basadas en la nacionalidad o la residencia para este tipo de operaciones.

Entre las iniciativas a escala europea, el IAC propone reorientar el presupuesto de la UE hacia proyectos con mayor impacto en el crecimiento y la competitividad, entre los que destacan los financiados a través del Fondo Social Europeo orientados a la formación de los jóvenes y, en general, los contemplados en la Estrategia Europa 2020. En esta línea, para los países sujetos a programas de asistencia financiera, la Comisión ha propuesto aumentar la participación de la UE en los proyectos de infraestructuras cofinanciados con

Respuesta al desempleo
y otros efectos sociales
de la crisis

fondos estructurales, para disminuir la cuantía actual de los fondos asignados que no se utilizan debido a las dificultades de estos países para participar en la financiación de esos proyectos. Finalmente propone fomentar la participación privada en la financiación de proyectos de infraestructura de transporte, energía y tecnologías de la información y la comunicación (TIC), y dar prioridad a las 12 acciones identificadas en el Acta del Mercado Único, aprobada en abril de este año y cuya implementación acordaron acelerar el Parlamento Europeo y el Consejo. Estas acciones se refieren principalmente a la movilidad de los ciudadanos, el acceso a la financiación, los derechos de la propiedad intelectual y la protección del consumidor.

La crisis ha ocasionado un fuerte incremento del desempleo, especialmente a largo plazo y entre los jóvenes. Pero de forma simultánea se ha producido un crecimiento de las vacantes que quedan sin cubrir en algunos países, lo que resulta indicativo de un desajuste estructural entre la oferta y la demanda de trabajo, con efectos desfavorables sobre el crecimiento, y que podría atribuirse a la existencia de condiciones salariales inadecuadas, a la ausencia de una formación apropiada y a la escasa movilidad geográfica.

Para impulsar el empleo, el IAC considera que los Estados miembros deben dar prioridad a la revisión de los mecanismos de fijación de salarios —de modo que reflejen mejor la evolución de la productividad—, la revisión de los sistemas de protección por desempleo y de las políticas activas de empleo —para facilitar el retorno al mercado laboral de los desempleados—, la mejora de la movilidad geográfica, la promoción de vidas laborales más extensas facilitando el acceso a la formación continuada y restringiendo las posibilidades de jubilación anticipada, el estímulo a la creación de empresas y el autoempleo, y la aplicación de iniciativas para fomentar el desarrollo de sectores con elevado potencial de crecimiento del empleo, como el medioambiental, el sanitario y de servicios sociales, y la economía digital.

La población juvenil sufre un nivel más elevado de desempleo, un incremento más intenso del mismo a raíz de la crisis y un mayor porcentaje de contratación temporal. Por todo ello, el IAC confiere una atención especial a este colectivo en el ámbito del empleo, con propuestas como la promoción de los contratos de aprendizaje y formación —especialmente, en aquellos sectores con vacantes—, la reforma de la legislación de protección del empleo —para reducir las excesivas rigidices de los contratos de carácter fijo— y la adaptación del sistema educativo para reflejar las condiciones y las demandas del mercado laboral. Por último, en lo que se refiere a la población en riesgo de pobreza o de exclusión social, que también se ha incrementado como consecuencia de la crisis, el IAC presenta varias propuestas, entre las que destaca la de evitar recortes excesivos de las prestaciones sociales, de modo que se permita que el gasto social desempeñe su papel como estabilizador automático hasta que se reanude la creación de empleo.

Modernización
de la Administración Pública

La Comisión señala que en muchos Estados miembros hay margen para aumentar la eficacia en la prestación de servicios públicos y la transparencia y la calidad de la Administración Pública. En particular, el IAC considera especialmente relevante la mejora de la administración de justicia, de modo que los litigios se resuelvan en un plazo favorable y no supongan un coste excesivo para las empresas. Además, se indica que debe darse prioridad a la mejora del entorno empresarial, reduciendo las cargas administrativas de las empresas y las regulaciones innecesarias, simplificando y agilizando los procedimientos administrativos, y evitando los excesos de los Estados miembros en la transposición de la legislación europea. También se propugna un mayor empleo de las tecnologías digitales en las relaciones entre los ciudadanos y las empresas, y la administración. Por último, el IAC indica que debe aplicarse el compromiso contenido en la Iniciativa a Favor de las

	AT	BE	CY	DE	EE	ES	FI	FR	IT	LU	MT	NL	SI	SK	Total
Consolidación fiscal	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	14
Sostenibilidad a largo plazo	X	X	X			X	X	X		X	X	X	X	X	11
Marco fiscal	X		X	X					X		X		X	X	7
Impuestos	X	X			X	X		X						X	6
Ajuste salarial		X	X			X		X	X	X	X				7
Política activa del mercado de trabajo		X			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	11
Participación en el mercado de trabajo	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X		12
Educación	X		X	X	X	X	X	X		X	X		X	X	11
Industrias de red		X	X	X	X										4
Eficiencia energética			X		X						X				3
Sector servicios	X	X	X	X		X	X	X	X				X		9
Sector empresarial y pequeña empresa						X	X		X				X		4
I + D + i									X			X			2
Servicios públicos y cohesión política							X	X	X		X		X	X	6
Sector bancario		X	X	X		X							X		5
Mercado de vivienda															0

FUENTE: Comisión Europea.

- a Para Irlanda, Grecia y Portugal, la única recomendación es el cumplimiento con los objetivos establecidos en sus respectivos programas de asistencia.
 b El número de cruces no necesariamente se corresponde con el número de recomendaciones específicas para cada país, ya que las recomendaciones cubren más de un área.

Pequeñas Empresas (*Small Business Act*) de reducir a tres días el plazo preciso para la creación de una empresa, de modo que los 25 países de la UE que lo incumplen alcancen ese objetivo a finales de 2012.

VALORACIÓN EFECTUADA POR
 LA COMISIÓN EUROPEA
 DE LOS AVANCES REALIZADOS

Dado que este es el segundo año en que se elabora el IAC, resulta especialmente relevante la valoración del progreso realizado contenida en el mismo. Esta valoración se refiere exclusivamente al conjunto de la UE, ya que el diagnóstico sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones que el Consejo de junio de 2011 estableció de manera específica para cada país, contenidas en el cuadro 4 de manera esquemática, tendrá lugar el próximo verano.

La valoración global de los avances es desfavorable. En general, la CE sigue percibiendo cierta desconexión entre las decisiones que se toman a nivel de la UE y las medidas nacionales, incluso en áreas tan relevantes como el mercado interior. Por áreas, en el ámbito fiscal, la implementación de medidas orientadas a lograr la consolidación presupuestaria, la mejora de los marcos fiscales y la sostenibilidad de las finanzas públicas avanza a un ritmo satisfactorio. Destaca especialmente la reforma de las pensiones, con diversas iniciativas para aumentar los incentivos para prolongar las carreras laborales de los trabajadores de mayor edad y ligar la edad de retiro a la esperanza de vida. En cambio, los avances en la reforma sanitaria son más limitados. También valora positivamente las medidas destinadas a restablecer la situación del sistema financiero y a fortalecer la regulación y los mecanismos de supervisión de los mercados financieros.

En cambio, en el caso de la competencia la valoración es menos positiva. Muchas de las recomendaciones que se establecieron en el marco del Semestre Europeo de 2011 se referían a la necesidad de implementar plenamente la Directiva de Servicios y las industrias de red. En ambos casos, apenas se perciben avances. En el caso del mercado de

	Tasa de empleo (%)	I + D (% PIB)	Emisiones de gas de efecto invernadero (reducción respecto al año 2005) (a) (%)	% de energía renovable en el consumo final	Eficiencia energética (reducción del consumo de energía primaria en millones de toneladas equivalentes)	Tasa de abandono escolar (%)	Proporción de población joven (30-34 años) con Educación terciaria (%)	Pobreza e exclusión social (reducción en millones de personas)
Objetivo UE 2020	75	3,0	-20	20	368 (b)	10,0	40	20 (b)
Estimación UE	73,7-74	2,65-2,72	-20	20	206,9 (b)	10,3-10,5	37,5-38 (c)	-
Austria	77-78	3,8	-16	34	7,2	9,5	38	0,24
Bélgica	73	3,0	-15	13	9,8	9,5	47	0,38
Chipre	75-77	0,5	-5	13	0,5	10,0	46	0,03
Alemania	77	3,0	-14	18	38,3	10,0	42	0,66
Estonia	76	3,0	11	25	0,7	9,5	40	0,06
Grecia	70	-	-4	18	2,7	9,7	32	0,45
España	74	3	-10	20	25,2	15,0	44	1,4-1,5
Finlandia	78	4	-16	38	4,2	8,0	42	0,15
Francia	75	3,0	-14	23	34,0	9,5	50	1,60
Irlanda	69-71	2,0	-20	16	2,8	8,0	60	0,19
Italia	67-69	1,5	-13	17	27,9	15-16	26-27	2,20
Luxemburgo	73	2,3-2,6	-20	11	0,2	10,0	40	-
Malta	63	0,7	5	10	0,2	29,0	33	0,01
Holanda	80	2,5	-16	14	-	8,0	40	0,09
Portugal	75	2,7-3,3	1	31	6,0	10,0	40	0,20
Eslovenia	75	3	4	25	-	5,0	40	0,04
Eslovaquia	72	1	13	14	1,7	6,0	40	0,17

FUENTE: Comisión Europea.

a El objetivo nacional de emisiones definido por la CE se refiere a las emisiones no cubiertas por el «EU Emissions Trading System», y está expresado como la mínima disminución relativa (si es negativo) o el máximo aumento relativo (si es positivo) en comparación con los niveles de 2005. El objetivo de Europa 2020 está calculado con respecto al nivel de 1990.

b Objetivo de reducción para el total de la UE.

c La estimación no incluye a Alemania y a Austria.

trabajo, el informe valora positivamente los progresos en las políticas activas de empleo y en el fomento de la educación y la formación continua. También se mencionan las propuestas para favorecer la negociación de los salarios a nivel de empresa y las medidas de contención de los salarios públicos. En cambio, apenas hay avances en la revisión de los sistemas de indiciación salarial y en la fijación de salarios mínimos.

De mantenerse los ritmos de reforma actuales, resulta difícil alcanzar los objetivos de la Estrategia Europa 2020. De hecho, los objetivos nacionales que se establecieron en los PNR presentados en 2011 no son lo suficientemente ambiciosos para alcanzar las metas para el conjunto de la UE en el año 2020, especialmente en lo que se refiere a la eficiencia energética (cuadro 5). De acuerdo con los objetivos nacionales y los avances realizados, el único objetivo asequible es el de lograr que el 40 % de la población comprendida entre 30 y 34 años tenga estudios superiores en 2020, si bien este resultado se debe en parte al alargamiento del período de formación de muchos jóvenes propiciado por la crisis económica.

Conclusiones

La introducción del Semestre Europeo supone un impulso en el proceso de reforma de las instituciones europeas, al establecer un procedimiento de carácter formal para la discusión

global de todo lo relacionado con los procedimientos de déficit y desequilibrio excesivo y con la Estrategia Europa 2020 y el Pacto por el Euro Plus, donde se plasman los distintos compromisos e iniciativas adquiridas en el marco de la UE.

Debe recordarse, no obstante, que el proceso de avance hacia una mayor corresponsabilidad y coordinación en el diseño y vigilancia de las políticas fiscales y estructurales dista mucho de haber alcanzado aún su estado final. De hecho, en la actualidad se están desarrollando nuevas propuestas por parte de la Comisión, el Consejo y el Parlamento Europeo, con la finalidad de profundizar en la convergencia y en la integración económica, que se presentarán en el Consejo Europeo de marzo de 2012.

En el marco del segundo Semestre Europeo, el pasado 23 de noviembre la Comisión Europea publicó el IAC de 2012, que contiene una hoja de ruta para la política presupuestaria y de reforma estructural de los países de la UE en los próximos meses. Entre las prioridades que, de acuerdo con el IAC, los países deberán tener en cuenta a la hora de establecer sus programas nacionales de reforma y sus programas presupuestarios, destacan el diseño de una consolidación fiscal compatible con el crecimiento; el avance en el proceso de saneamiento del sistema financiero, con especial atención en la mejora de las condiciones de financiación a las pymes; el impulso de la competencia en los mercados de servicios y en las industrias de red; la eliminación de barreras administrativas y el logro de una mayor eficiencia en las Administraciones Públicas, y la revisión de los sistemas de negociación colectiva, para conseguir que los salarios mantengan una relación más estrecha con la productividad, al tiempo que se mantienen las políticas activas de empleo para asegurar una mejor integración de los jóvenes y otros colectivos especialmente afectados por la crisis.

El informe contiene también una valoración relativamente favorable de los avances realizados en la consolidación fiscal y en lo que se refiere al saneamiento del sistema financiero. En cambio, reclama una mayor ambición y concreción de las medidas que deberían implementarse con urgencia para mejorar la competitividad, eliminar las rigideces en los mercados de trabajo y las fragmentaciones que aún existen en el mercado único.

Esto solo será posible si los países toman conciencia de la necesidad de eliminar gradualmente las rigideces estructurales que han alimentado la intensidad y la persistencia de la crisis y que, en la actualidad, hacen que el ajuste esté generando enormes costes sociales en términos de desempleo.

22.12.2011.

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

Introducción

Durante el cuarto trimestre de 2011 se han publicado numerosas disposiciones de carácter financiero, como viene siendo habitual en el tramo final de cada año.

El Banco Central Europeo (BCE) ha dictado tres nuevas medidas: 1) ha actualizado los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, que a continuación ha incorporado el Banco de España en sus cláusulas generales; 2) ha modificado el coeficiente de reservas mínimas, y 3) ha incorporado ciertas modificaciones en la normativa de TARGET2, que seguidamente el Banco de España ha incorporado en el TARGET2-BE.

En el área de las entidades de crédito, se han publicado varias disposiciones: 1) se han introducido diversas novedades en la normativa de solvencia, finalizando la transposición comunitaria en esta materia; 2) se han actualizado las normas de información financiera pública y reservada, y los modelos de los estados financieros; 3) se han unificado los tres fondos de garantía de depósitos, y 4) se han aprobado cambios legales en materia de transparencia bancaria y de protección de la clientela.

Por otro lado, se ha establecido una mayor flexibilidad para calcular la participación de los creadores de mercado en la segunda vuelta de las subastas de bonos y obligaciones del Estado, y se ha actualizado la normativa referente a las transacciones económicas con el exterior.

En el ámbito del mercado de valores, se ha promulgado un abundante número de medidas: 1) se ha modificado la Ley del Mercado de Valores para actualizar, entre otros aspectos, el sistema de compensación, liquidación y registro, introduciendo la figura de la entidad de contrapartida central, para lo que se ha modificado el régimen aplicable a Iberclear, y se ha desarrollado un régimen regulatorio para las entidades de contrapartida central; 2) se han incorporado importantes cambios en la normativa de las empresas de servicios de inversión (ESI) que afectan a su régimen de solvencia, a sus normas contables y a los folletos informativos de tarifas; 3) se ha modificado sustancialmente el régimen jurídico de las instituciones de inversión colectiva (IIC) para adaptarla a la normativa comunitaria, y 4) se ha actualizado la normativa contable de las IIC, y de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, con la exclusión del Banco de España, de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, y de la Sociedad de Sistemas.

En el área comunitaria, se han establecido nuevos supuestos en el cálculo de la tasa anual equivalente (TAE) en los contratos de crédito para consumo.

Finalmente, en este artículo se resumen los aspectos financieros de tres disposiciones aprobadas en el último trimestre del año: 1) las medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público; 2) nuevas disposiciones para agilizar la gestión procesal, y 3) la reforma de la Ley Concursal.

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

Se ha publicado la *Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre* (DOUE del 14 de diciembre), que, además de introducir ciertos cambios en la Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, los unifica en un solo texto, procediendo a la derogación de esta última.

Asimismo, se ha publicado la *Resolución de 18 de octubre de 2011* (BOE del 27 de diciembre), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que modifica la de 11 de diciembre de 1998¹, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, para adoptar las novedades de la Orientación antes citada.

Los aspectos más relevantes se detallan a continuación.

En la cláusula general II, «Operaciones de política monetaria», entre los requisitos que deben cumplir las entidades para realizar operaciones de política monetaria, se añade la obligación de que conozcan y cumplan todas las obligaciones que la normativa de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo les imponga.

En la cláusula general VI, «Activos de garantía», se precisa que todas las medidas discrecionales que el Banco de España aplique sobre el nivel de solvencia de los emisores, de los deudores, de los garantes o de las entidades de contrapartida, en orden a garantizar una gestión prudente del riesgo, se aplicarán y se calibrarán de acuerdo con los principios de proporcionalidad y no discriminación. Las que se adopten en relación con una entidad de contrapartida concreta serán debidamente justificadas.

Finalmente, en la cláusula general VIII, «Efectos derivados de los supuestos de incumplimiento», también se exigen los principios de proporcionalidad y no discriminación a la hora de que el Banco de España excluya, limite o suspenda a la entidad de contrapartida del acceso a las operaciones de política monetaria (operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes), tanto sean por razones de prudencia como por un supuesto de incumplimiento.

La Orientación y la Resolución son aplicables desde el pasado 1 de enero.

**Banco Central Europeo:
modificación del
coeficiente de reservas
mínimas**

Se ha publicado el *Reglamento 1358/2011 del BCE (BCE/2011/26), de 14 de diciembre* (DOUE del 21), por el que se modifica el Reglamento 1745/2003 (BCE/2003/9), de 12 de septiembre, relativo a la aplicación de las reservas mínimas².

Se mantiene un coeficiente de reserva del 0 % para los siguientes pasivos: 1) depósitos a plazo a más de dos años; 2) depósitos disponibles con preaviso de más de

¹ Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», *Boletín Económico*, enero de 1999, Banco de España, pp. 65-69.

² Conforme a los Estatutos del SEBC, las entidades de crédito mantendrán sus reservas mínimas en una o varias cuentas de reservas en el banco central nacional de cada Estado miembro participante en el que tengan un establecimiento, en relación con su base de reservas en el Estado miembro correspondientes en atención a objetivos de la política monetaria del Eurosistema. Están sujetas al coeficiente de reservas mínimas: 1) las entidades de crédito; 2) las sucursales que tengan su sede social u oficina principal en un Estado miembro participante, y 3) las sucursales de entidades de crédito establecidas en los Estados miembros participantes que estén situadas fuera de los Estados miembros participantes no estarán sujetas a reservas mínimas. El BCE podrá eximir de reservas mínimas, de manera no discriminatoria a ciertas entidades de crédito, como las sujetas a medidas de saneamiento o sujetas a bloqueo de fondos u otras medidas limitativas de la utilización de sus fondos impuestas por la Comunidad o un Estado miembro, o sujetas a una decisión del Consejo de Gobierno del BCE por la que se suspenda o excluya su acceso a las operaciones de mercado abierto o a las facilidades permanentes del Eurosistema.

dos años; 3) cesiones temporales, y 4) valores distintos de acciones a más de dos años. Asimismo, se reduce del 2 % al 1 % el coeficiente de reserva para todos los demás pasivos incluidos en la base de reservas, con el fin de mejorar la provisión de liquidez a las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema.

El Reglamento entró en vigor el 24 de diciembre y se aplicará a partir del período de mantenimiento³ que comienza el 18 de enero.

TARGET2: actualización de su normativa

Se han publicado la *Orientación BCE/2011/15, de 15 de octubre* (DOUE del 26), que modifica la *Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril*⁴, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2), y la *Resolución de 15 de noviembre de 2011*, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que modifica la de 20 de julio de 2007⁵, por la que se aprueban las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2-BE, con el fin de adaptarla a la Orientación antes citada.

El objetivo fundamental de la norma es el de incluir «motivos de prudencia» entre los criterios por los cuales un banco central nacional (BCN) rechazará las solicitudes de participación en TARGET2, así como entre los motivos para suspender o terminar la participación en TARGET2, sin necesidad de preaviso.

También se añaden «motivos de prudencia» entre las causas de suspensión, limitación o terminación del acceso al crédito intradía a un participante, en cuyo caso el BCN lo notificará inmediatamente al BCE y a los otros BCN.

Por otro lado, se añaden nuevas obligaciones a los participantes en relación con medidas administrativas o restrictivas y a otras cuestiones afines.

En concreto, si los participantes actúan como proveedores de servicios de pago de un pagador o de un beneficiario, cumplirán todas las obligaciones derivadas de las medidas administrativas o restrictivas que se impongan en virtud del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (UE), incluida la notificación o la obtención del consentimiento de la autoridad nacional competente respecto del procesamiento de operaciones.

Cuando el BCN es el proveedor de servicios de pago de un participante que es el pagador o el beneficiario, el participante efectuará la notificación requerida u obtendrá el consentimiento en nombre del BCN, principalmente obligado a efectuar la notificación u obtener el consentimiento, y le facilitará pruebas de haberlo efectuado. Además, el participante no cursará ninguna orden de transferencia a TARGET2 hasta haber recibido confirmación del BCN de que se ha efectuado la notificación requerida o se ha obtenido el consentimiento por el proveedor de servicios de pago del beneficiario o en su nombre.

La Orientación y la Resolución se aplicaron a partir del 21 de noviembre.

³ El calendario de los períodos de mantenimiento se ajusta al calendario de las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE en las que esté previsto hacer la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria.

⁴ Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2007», *Boletín Económico*, octubre de 2007, Banco de España, pp. 157-159.

⁵ Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2007», *Boletín Económico*, octubre de 2007, Banco de España, p. 159.

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

Se ha publicado la *CBE 4/2011, de 30 de noviembre* (BOE del 9 de diciembre), por la que se modifica la *CBE 3/2008, de 22 de mayo*⁶, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

La Circular termina la transposición de la normativa comunitaria vigente en materia de recursos propios⁷. Dicha transposición se inició con la *Ley 2/2011, de 4 de marzo*⁸, de Economía Sostenible, seguida de la *Ley 6/2011, de 11 de abril*⁹, que modificó la *Ley 13/1985, de 25 de mayo*¹⁰, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la *Ley 24/1988, de 28 de julio*¹¹, del Mercado de Valores, y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, y, finalmente, con la promulgación del Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, que modificó el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras.

Además, se avanza en la adaptación de nuestra regulación prudencial a los nuevos criterios establecidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en lo que se ha venido llamando «Basilea III»¹².

En el cuadro 1 se recogen las novedades más relevantes en relación con la normativa

**MODIFICACIONES EN EL
CÁLCULO DE LOS RECURSOS
PROPIOS**

Recursos propios básicos, de
segunda categoría y auxiliares

Tal como estaba regulado, los recursos propios básicos están integrados por el capital ordinario y las reservas, netos de pérdidas, de activos inmateriales y de las demás deducciones que afectan directamente a dicho capital (los resultados negativos de ejercicios anteriores y las acciones en cartera, entre otros), más las participaciones preferentes y las acciones sin voto o similares que cumplan los requisitos establecidos en la Circular, y que se comentarán más adelante.

Asimismo, se mantienen las limitaciones establecidas: 1) de los recursos propios básicos se excluirán las participaciones preferentes y las acciones sin voto que excedan del 30 % de los recursos propios básicos, y 2) el capital ordinario y las reservas, netos de pérdidas, de activos inmateriales y de las demás deducciones citadas anteriormente deberán ser superiores al 50 % de los recursos propios básicos.

La composición de los recursos propios de segunda categoría y los recursos propios auxiliares (financiaciones subordinadas a corto plazo que tengan en circulación) no sufren modificaciones sustanciales.

6 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, octubre de 2008, Banco de España, pp. 147-158.

7 Recogida en la Directiva 2009/111/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, y en la Directiva 2010/76/UE, también del Parlamento Europeo y del Consejo.

8 Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2011», *Boletín Económico*, abril de 2011, Banco de España, pp. 162-166.

9 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2011», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2011, Banco de España, pp. 175-184.

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

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

12 En concreto, los instrumentos de capital regulatorio, muy en especial los que pueden integrar los recursos propios básicos, para reforzar su capacidad de absorber pérdidas en situaciones de estrés y su estabilidad, y el avance en mejorar la cobertura de exposiciones a riesgos de la cartera de negociación, de titulizaciones, de liquidez, de exposiciones de riesgos fuera de balance y del riesgo de contraparte que se deriva de las exposiciones en derivados, entre otros.

CBE 3/2008, de 22 de mayo

CBE 4/2011, de 30 de noviembre

Determinación de los recursos propios	
La retribución del capital social estará condicionada a la existencia de resultados netos positivos o, previa autorización del Banco de España, de reservas de libre disposición suficientes para satisfacerla.	Se amplían los requisitos para su retribución. Además, se precisa que en el momento de la emisión no se debe generar expectativa alguna sobre recompra, rescate o amortización.
No se contempla.	Se desarrolla y se amplía su régimen jurídico, conforme a las novedades introducidas por el Real Decreto 771/2011. Entre ellas, se prohíbe introducir incentivos a la amortización anticipada, y el pago de la remuneración podrá ser sustituido por la entrega de acciones ordinarias o similares.
Las participaciones preferentes no podrán contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada a opción del tenedor, sin perjuicio de que el deudor pueda proceder al reembolso anticipado en cualquier momento si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad, previa autorización del Banco de España.	Solo podrá proceder al reembolso anticipado una vez transcurridos cinco años desde el desembolso de la emisión si con ello no se ven afectadas ni la situación financiera ni la solvencia de la entidad, previa autorización del Banco de España.
No se contempla.	Se precisan las condiciones de las financiaciones subordinadas. En concreto, no podrán estar aseguradas ni cubiertas por garantías del emisor, ni podrá ser objeto de acuerdo alguno que mejore jurídica o económicamente su prelación frente a dichos acreedores comunes.
Para el cálculo de los recursos propios se deducen una serie de partidas, como los resultados negativos de ejercicios anteriores y las acciones en cartera, entre otros.	Se mantienen los establecidos en la CBE 3/2008, y se añaden nuevas partidas.
Titulización	
Se establece cuándo una entidad de crédito que no sea originadora, patrocinadora o acreedora original puede exponerse al riesgo de crédito de una posición de titulización, en su cartera de negociación o fuera de ella.	Se precisa cuándo una entidad de crédito que no sea originadora, patrocinadora o acreedora original puede exponerse al riesgo de crédito de una posición de titulización, en su cartera de negociación o fuera de ella, si alguna de ellas ha revelado de manera explícita a la entidad de crédito que se dispone a retener, de manera constante, un interés económico neto significativo, que, en cualquier caso, no podrá ser inferior al 5 %.
Las entidades de crédito deberán conocer en su totalidad y en todos sus pormenores cada una de sus posiciones de titulización.	Las entidades de crédito deberán poder demostrar al Banco de España que conocen en su totalidad y en todos sus pormenores cada una de sus posiciones de titulización, y que han aplicado las políticas y los procedimientos formales adecuados en proporción al perfil de riesgo de sus inversiones en posiciones titulizadas.
No se contempla.	Las entidades de crédito originadoras y patrocinadoras deberán aplicar a las exposiciones titulizadas los mismos criterios de concesión de créditos establecidos en la Circular para el riesgo de crédito y de contraparte.
No se contempla.	Se introduce la figura de la retitulización, cuyas posiciones recibirán la misma ponderación de riesgo exigido a las de titulización, y se les aplicará el mismo nivel de calidad crediticia.
No se contempla.	Se establecen requerimientos adicionales de recursos propios en razón de negligencia u omisión de la diligencia debida de la entidad de crédito que se haya expuesto al riesgo de una posición de titulización.
Gestión del riesgo de liquidez	
No se contempla específicamente.	Las entidades deberán ajustar sus estrategias y políticas internas, y elaborar planes de emergencia efectivos, atendiendo un conjunto adecuado de horizontes temporales, con objeto de garantizar un nivel apropiado de liquidez.
Políticas de remuneración de las entidades de crédito	
Las entidades de crédito dispondrán, en condiciones proporcionadas al carácter, escala y complejidad de sus actividades, de sólidos procedimientos de gobierno interno.	Además, se introduce, entre otros aspectos, la obligación de reducir de forma considerable la remuneración variable cuando la entidad obtenga unos resultados financieros mediocres o negativos.
No se contempla.	Las entidades que, para su reestructuración o saneamiento, hayan recibido apoyo financiero público que no haya sido restituido en su integridad no podrán, salvo que se justifique adecuadamente ante el Banco de España, satisfacer remuneración variable a sus administradores y directivos.
Otras novedades	
Se establecen técnicas para el cálculo de las posiciones de la cartera de negociación, en el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de precio, así como en las calificaciones crediticias externas.	Se introducen ciertas modificaciones técnicas en las posiciones de la cartera de negociación, en el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de precio, así como en las calificaciones crediticias externas.
Se desarrolla la normativa de las ECAI.	Se actualiza la normativa de las ECAI para adaptarla a la normativa europea.

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

Capital social

Se precisa que las entidades de crédito no podrán crear en el momento de la emisión de acciones expectativa alguna de que el capital social será objeto de recompra, rescate o amortización. En este sentido, se considerará menoscabada la contribución del capital social a la absorción de pérdidas del emisor cuando atribuya a sus tenedores algún tipo de privilegio en el reparto de ganancias sociales o en la liquidación, y en especial cuando su retribución no cumpla alguna de las siguientes condiciones: 1) se haga con cargo a los resultados netos positivos del ejercicio o de reservas de libre disposición suficientes para satisfacerla; 2) no supere el importe distribuible formado por los resultados netos positivos del ejercicio y las reservas de libre disposición; 3) no esté en modo alguno vinculado o ligado al importe desembolsado en el momento de la emisión, y 4) no esté sujeto a un límite estipulado, salvo en los casos legalmente previstos para las cooperativas de crédito.

Asimismo, ni el emisor ni cualquier empresa de su grupo económico podrán asegurar ni garantizar el importe desembolsado o la retribución, que tampoco podrán ser objeto de garantías, compromisos o acuerdo alguno que mejore jurídica o económicamente la prelación del derecho de cobro.

Participaciones preferentes

Se desarrolla el nuevo régimen jurídico de las participaciones preferentes, conforme a las novedades introducidas por el Real Decreto 771/2011. Entre otras, cabe señalar las que se indican a continuación.

El pago de la remuneración se cancelará si la entidad de crédito emisora o matriz, o su grupo o subgrupo consolidable, no cumplen con los requerimientos de recursos propios mínimos; y, en todo caso, estará condicionado a la existencia de beneficios o reservas distribuibles en la entidad de crédito emisora o dominante. Además, el Banco de España podrá exigir su cancelación basándose en la situación financiera y de solvencia de la entidad de crédito emisora o matriz, o en la de su grupo o subgrupo consolidable. No obstante, el pago de la remuneración podrá ser sustituido (si así lo establecen las condiciones de emisión) por la entrega de acciones ordinarias, cuotas participativas o aportaciones al capital de las cooperativas de crédito de la entidad de crédito emisora o matriz, siempre que ello le permita preservar sus recursos financieros. Esta entrega de instrumentos de capital solo será admisible si se cumplen determinadas condiciones detalladas en la Circular:

- 1) El consejo de administración, u órgano equivalente, de la entidad de crédito emisora o matriz podrá cancelar, discrecionalmente, cuando lo considere necesario, el pago de la remuneración durante un período ilimitado.
- 2) En los supuestos en los que la entidad emisora o matriz, o su grupo o subgrupo consolidable, presenten pérdidas significativas o una caída relevante en las ratios indicadoras del cumplimiento de los requerimientos de recursos propios, las condiciones de emisión de las participaciones preferentes deberán establecer, con claridad suficiente, mecanismos¹³ que aseguren la participación

¹³ Dichos mecanismos deberán surtir efecto cuando se produzca alguna de las siguientes circunstancias: 1) cuando la entidad emisora o matriz, o su grupo o subgrupo consolidable, presenten una ratio de capital predominante inferior al 5,125%. A estos efectos, el capital predominante son los recursos propios básicos, teniendo en cuenta las recomendaciones del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea en relación con determinadas deducciones (como, por ejemplo, los activos fiscales diferidos cuya materialización dependa de la rentabilidad futura de la entidad) que menoscaben la capacidad de absorción de pérdidas de dicho capital en situaciones de estrés, o 2) cuando, disponiendo de una ratio de recursos propios básicos, calculada sobre la misma base que el coeficiente de solvencia, inferior al 6%, la entidad emisora o matriz, o su grupo o subgrupo consolidable, presenten pérdidas contables significativas. Se entenderá que existen pérdidas significativas cuando las acumuladas en el conjunto de los últimos cuatro trimestres cerrados hayan reducido el capital y las reservas previas de la entidad en un tercio.

de sus tenedores en la absorción de pérdidas corrientes o futuras, y que no menoscaben eventuales procesos de recapitalización, ya sea mediante la conversión de las participaciones en acciones ordinarias, cuotas participativas o aportaciones al capital de las cooperativas de crédito, de la entidad de crédito emisora o matriz, ya sea mediante la reducción de su valor nominal.

- 3) En caso de amortización anticipada a iniciativa del emisor, este solo podrá proceder al reembolso anticipado una vez transcurridos cinco años desde el desembolso de la emisión si con ello no se ve afectada la situación financiera ni la solvencia de la entidad, previa autorización del Banco de España. Como novedad, la Circular señala los casos en los cuales no resulta alterada la solvencia de la entidad: 1) cuando la entidad sustituya el instrumento amortizado con elementos computables como recursos propios de igual o mayor calidad y dicha sustitución se efectúe en condiciones que sean compatibles con la capacidad de generación de ingresos por la entidad, o 2) esta demuestre que sus recursos propios computables superan convenientemente los requerimientos mínimos tras la operación.

En las cláusulas contractuales de las participaciones preferentes no podrán incluir incentivos a la amortización anticipada, ya sean directos, como los incrementos de tipo de interés ligados a ella, o indirectos, como prever una remuneración que se eleve cuando se reduzca la calidad crediticia del emisor o de empresas de su grupo; el emisor tampoco podrá crear expectativa alguna de que se ejercitará la opción de compra o de que se reembolsará la emisión de cualquier otra forma. Asimismo, deberán contemplar que el impago de la remuneración o del principal no puede facultar al inversor para instar la declaración de situación concursal o para exigir el vencimiento anticipado de la emisión. Finalmente, la entidad no podrá crear expectativa alguna de que se ejercitará la opción de compra o de que se reembolsará la emisión de cualquier otra forma.

Financiaciones subordinadas

Se precisan las condiciones de las financiaciones subordinadas¹⁴ recibidas por la entidad de crédito como elemento integrante de los recursos propios. Así, en los contratos y folletos de emisión quedará patente su naturaleza de financiaciones subordinadas para los acreedores, por lo que no podrán estar aseguradas ni cubiertas por garantías del emisor o de cualquier empresa de su grupo económico, ni podrán ser objeto de acuerdo alguno que mejore jurídica o económicamente su prelación frente a dichos acreedores comunes.

Respecto a las financiaciones subordinadas de carácter estándar (aquellas en que su plazo original no será inferior a cinco años), se precisa que el deudor puede proceder al reembolso anticipado, pero una vez transcurridos los primeros cinco años desde el desembolso de las financiaciones si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad, previa autorización del Banco de España¹⁵.

En cuanto a las de carácter indefinido, es decir, que no tienen fecha de vencimiento, se mantiene la posibilidad de reembolso anticipado una vez transcurridos cinco años desde el desembolso de las financiaciones si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad, previa autorización del Banco de España.

¹⁴ Se entiende por financiaciones subordinadas aquellas que, a efectos de prelación de créditos, se sitúen detrás de todos los acreedores comunes.

¹⁵ Antes, se podría proceder al reembolso anticipado en cualquier momento si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad, previa autorización del Banco de España.

En ambos casos, se precisan las condiciones por las cuales la entidad no ve afectada su solvencia: 1) cuando se sustituya el instrumento amortizado con recursos propios de igual calidad, o con elementos computables como recursos propios básicos, y dicha sustitución se efectúe en condiciones que sean compatibles con la capacidad de generación de ingresos por la entidad, o 2) cuando la entidad demuestre que sus recursos propios computables superan ampliamente los requerimientos mínimos tras la operación.

Además, a diferencia de la normativa anterior, las cláusulas que permitan la amortización anticipada a opción del emisor no podrán incluir incentivos a dicha amortización, como, por ejemplo, el incremento del tipo de interés en caso de que no se ejerza la opción. Tampoco podrán crear expectativas de que se pueda ejercitar, ni serán admisibles las cláusulas que incentiven indirectamente dicha amortización, como, por ejemplo, las que prevean que la remuneración se eleve cuando disminuya la calidad crediticia del emisor o de otras empresas de su grupo.

Acciones sin voto
y otros instrumentos

Las acciones sin voto emitidas por empresas españolas necesitan, para ser computables como recursos propios básicos, cumplir los requisitos exigibles a las participaciones preferentes y estar disponibles para la cobertura de riesgos y pérdidas de la entidad emisora en caso de saneamiento general y en su liquidación. Los valores análogos a las acciones sin voto emitidos por filiales extranjeras deberán cumplir iguales requisitos, teniendo en cuenta su legislación mercantil.

Finalmente, dentro de la composición de los recursos propios, se incluyen los instrumentos de deuda obligatoriamente convertibles, y los emitidos de acuerdo con lo previsto en la disposición transitoria tercera del Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, sobre reforzamiento del sistema financiero, siempre que cumplan los requisitos exigidos para la computabilidad de las participaciones preferentes¹⁶.

Deducciones
de los recursos propios

Además de los elementos contemplados en la normativa anterior, también se deducirán de los recursos propios: 1) las posiciones indirectas en acciones, aportaciones u otros valores computables como recursos propios de la entidad, mantenidas a través de posiciones netas en índices que los incluyan, y 2) las financiaciones a terceros cuyo objeto sea la adquisición de acciones, aportaciones u otros valores computables como recursos propios de la entidad recogidas en la anterior normativa, precisando que la deducción se aplicará sea cual sea la finalidad de la adquisición y aunque los valores adquiridos queden integrados en la cartera de negociación o la adquisición se produzca como consecuencia de una actividad de creación de mercado.

Las exposiciones en titulaciones que reciban una ponderación de riesgo del 1.250 % se siguen deduciendo, salvo cuando dicho importe haya sido incluido en el cálculo de los riesgos ponderados para el cálculo de los requerimientos de recursos propios por activos titulizados, precisando ahora que ello es independientemente de que se encuentren o no dentro de la cartera de negociación.

PONDERACIONES DE RIESGO

Se introducen ciertas precisiones en las ponderaciones de riesgo de los bonos garantizados¹⁷, que, en general, continuarán recibiendo una ponderación de riesgo en función de la

¹⁶ Véanse el artículo 7.1 y la disposición adicional de la Ley 13/1985, coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.

¹⁷ Se entenderá por «bonos garantizados» los bonos, cédulas y participaciones hipotecarias a que se refiere la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, las cédulas territoriales reguladas en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, así como los demás mencionados en el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, que aprueba el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva y la Directiva 85/611/CEE, que se encuentren cubiertos determinados activos que estén destinados exclusivamente a proteger a los tenedores de bonos frente a posibles pérdidas.

que se asigne a los activos o exposiciones de riesgo que sirven de garantía a dichos bonos. Así, en caso de que la garantía sean títulos no subordinados emitidos por vehículos de titulización que estén regulados por la legislación de un Estado miembro y que titulicen préstamos garantizados con hipotecas sobre inmuebles residenciales o sobre inmuebles comerciales, además de cumplir las condiciones de la normativa anterior, no podrán superar el 10 % (antes, el 20 %) del importe nominal de los activos afectos a los bonos garantizados.

Respecto a las exposiciones de riesgo frente a Administraciones Regionales y autoridades locales, que hasta la fecha tenían una ponderación del 0 %, ahora se les asignará una ponderación del 20 % si las exposiciones están denominadas en su divisa nacional, aunque no se aplicará hasta el 1 de enero de 2016.

GRUPOS CONSOLIDABLES DE ENTIDADES DE CRÉDITO

Dentro de la calificación de los grupos consolidables de entidades de crédito, se añaden los sistemas institucionales de protección (SIP), de acuerdo con la Ley 13/1985¹⁸.

En estos casos, la entidad central del SIP tendrá la consideración de entidad matriz a los efectos de todo lo previsto en esta Circular. Además, cuando las entidades integrantes cedan a la entidad central la totalidad de su negocio financiero¹⁹, o pongan en común el 100 % de sus resultados, darán por cumplidos ciertos requisitos individuales de solvencia establecidos en la Circular.

En el caso de las cajas de ahorros que hayan cedido el ejercicio directo de su actividad financiera, y sean excluidas del grupo consolidable al que pertenezcan, deberán seguir cumpliendo los requerimientos de solvencia individualmente. No obstante, estarán eximidas del cumplimiento de las obligaciones de remisión de los estados establecidas en la Circular, sin perjuicio de las informaciones que les pueda solicitar el Banco de España en el marco de sus actuaciones supervisoras.

TITULIZACIÓN

Conforme anticipaba la Ley 6/2011, desarrollada por el Real Decreto 771/2011, una entidad de crédito que no sea originadora, patrocinadora o acreedora original solamente podrá exponerse al riesgo de crédito de una posición de titulización, en su cartera de negociación o fuera de ella, si alguna de ellas ha revelado de manera explícita a la entidad de crédito que se dispone a retener, de manera constante, un interés económico neto significativo²⁰, que, en cualquier caso, no podrá ser inferior al 5 %. Dicho interés se medirá en origen y deberá mantenerse de manera constante, no estando sujeto a ninguna reducción

¹⁸ Conforme a las modificaciones introducidas por la Ley 36/2007, de 16 de noviembre.

¹⁹ De conformidad con lo previsto en la disposición adicional tercera del Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero.

²⁰ Se entenderá por «retención de un interés económico significativo»: a) la retención de un 5 %, como mínimo, del valor nominal de cada uno de los tramos vendidos o transferidos a los inversores o, de manera equivalente, la retención de, al menos, un 5 % del valor nominal de cada una de las exposiciones titulizadas. En el caso de programas ABCP —programa de pagarés de titulización (del inglés *Asset-backed commercial paper*)—, el requisito de retención podrá cumplirse mediante el suministro de líneas de liquidez siempre que cumplan ciertas condiciones fijadas en la Circular; b) la retención del interés de la originadora del 5 %, como mínimo, del valor nominal de las exposiciones titulizadas en el caso de las titulizaciones de exposiciones renovables; c) la retención de exposiciones elegidas al azar, equivalente al 5 %, como mínimo, del importe nominal de las exposiciones titulizadas, siempre y cuando el número de exposiciones potencialmente titulizadas no sea inferior a 100 en el origen, o d) la retención del tramo de primera pérdida y, en caso necesario, otras fracciones que tengan un perfil de riesgo similar o superior a las transferidas o vendidas a los inversores, y que no venzan antes que las transferidas o vendidas a los inversores, de modo que la retención equivalga en total al 5 %, como mínimo, del valor nominal de las exposiciones titulizadas. A tal efecto, la retención podrá consistir en la concesión de un aval u otro tipo de garantía (ya sea mediante carta de crédito, o una forma similar de respaldo crediticio), siempre que cumpla determinados requisitos fijados en la Circular.

del riesgo de crédito, a ninguna posición corta, ni a otra cobertura. Como excepción a lo anterior, la Circular detalla determinados casos en los que no será aplicable esta normativa, como, por ejemplo, cuando las exposiciones titulizadas constituyan créditos garantizados de forma incondicional e irrevocable por las Administraciones Públicas de los Estados miembros, las instituciones a las que se asigne una ponderación de riesgo del 50 % o inferior, o a las entidades originadoras o patrocinadoras de la titulización, salvo cuando se trate de pasivos propios que transmitan el riesgo de crédito frente a terceros (bonos vinculados a crédito, *credit-linked notes*).

Antes de invertir, las entidades de crédito deberán poder demostrar al Banco de España que conocen en su totalidad y en todos sus pormenores cada una de sus posiciones de titulización, y que han aplicado las políticas y los procedimientos formales adecuados en proporción al perfil de riesgo de sus inversiones en posiciones titulizadas.

Las entidades de crédito llevarán a cabo periódicamente pruebas de resistencia adecuadas a sus posiciones de titulización. A tal fin, podrán servirse de los modelos financieros desarrollados por una agencia de calificación externa de crédito (ECAI²¹), siempre que puedan demostrar, cuando así se les requiera, que previamente a la inversión verificaron la metodología, las hipótesis pertinentes y los resultados.

Por su parte, las entidades de crédito originadoras y patrocinadoras deberán aplicar a las exposiciones que vayan a titular los mismos criterios sólidos y bien definidos de concesión de créditos que, conforme a las reglas establecidas en la Circular para el riesgo de crédito y de contraparte, apliquen a las exposiciones que vayan a mantener en su cartera. Para cada titulización, la información deberá estar disponible o referenciada en el sitio web de, al menos, una de las siguientes entidades y, siempre que sea posible, en el siguiente orden: originadora, patrocinadora, y acreedora original. Esto no implica que sean ellas necesariamente las que suministran los datos, pudiendo únicamente remitir al lugar en el que se presentan dichos datos, y pudiendo ser, por ejemplo, la entidad gestora de la titulización la que los presente.

Finalmente, la Circular introduce dos novedades: por un lado, la figura de la retitulización²², siendo aquella titulización en la cual el riesgo asociado a un conjunto de exposiciones subyacentes está dividido en tramos y, al menos, una de las exposiciones subyacentes es una posición en una titulización. Las posiciones de retitulización recibirán la misma ponderación de riesgo exigido a las de titulización, y se les aplicará el mismo nivel de calidad crediticia.

Por otro, los requerimientos adicionales de recursos propios por razón de negligencia u omisión de la diligencia debida de la entidad de crédito que se haya expuesto al riesgo de una posición de titulización. En este caso, la entidad aplicará, mientras concorra tal circunstancia, una ponderación de riesgo adicional proporcionada, no inferior al 250 % de la ponderación de riesgo, y aumentará progresivamente, con un límite máximo del 1.250 % con cada incumplimiento subsiguiente apreciado por el Banco de España.

21 ECAI, del inglés *External Credit Assessment Institution*.

22 Transponiendo lo dispuesto a tal efecto por la Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración.

Conforme a lo dispuesto en el Real Decreto 771/2011, se introduce un cambio sustancial en la política de gestión del riesgo de liquidez²³. En este sentido, las entidades deberán ajustar sus estrategias y políticas internas en relación con dicho riesgo, así como elaborar planes de emergencia efectivos, atendiendo un conjunto adecuado de horizontes temporales, incluido el intradía, con objeto de garantizar que las entidades de crédito mantengan un nivel apropiado de liquidez. Asimismo, adoptarán herramientas de reducción del riesgo de liquidez, en particular un sistema de límites y colchones de liquidez que permitan afrontar diversos escenarios de tensión, y una estructura de financiación y un acceso a fuentes de financiación adecuadamente diversificadas. Estas medidas se someterán a revisión periódicamente.

Para hacer frente a las crisis de liquidez, las entidades se dotarán de planes de emergencia en los que se establezcan estrategias adecuadas, junto con las oportunas medidas de aplicación. Estos planes habrán de ponerse a prueba periódicamente, actualizarse en función de los resultados de los escenarios alternativos estudiados, y comunicarse a la alta dirección y someterse a su aprobación, de modo que las políticas y procedimientos internos puedan adaptarse según corresponda.

En los modelos internos de calificación de riesgos, además de cumplir los requisitos exigidos en la anterior normativa, deberán evaluar el riesgo de liquidez debido a posiciones menos líquidas. Las aproximaciones serán debidamente prudentes, y solo podrán utilizarse cuando los datos disponibles sean insuficientes o no reflejen la verdadera volatilidad de una posición o cartera.

También deberá evaluarse el impacto que los escenarios alternativos tengan en las necesidades de liquidez, incluyendo, entre otros aspectos, el efecto que un descenso en la calificación crediticia de la entidad o un deterioro en la valoración de activos en garantía tenga en las necesidades adicionales de márgenes o colaterales para cubrir determinadas posiciones.

El Banco de España efectuará periódicamente una evaluación de la gestión global del riesgo de liquidez por las entidades de crédito y favorecerá el desarrollo de sólidas metodologías internas. Al realizar estos exámenes, el Banco de España tomará en consideración el papel desempeñado por las entidades de crédito en los mercados financieros y la posible incidencia de sus decisiones en la estabilidad del sistema financiero de todos los demás Estados miembros afectados.

Finalmente, las entidades de crédito vendrán obligadas a remitir, con carácter mensual, al Banco de España nuevos estados relativos su situación de liquidez (previsiones de salidas y entradas de caja, activos líquidos y líneas de crédito disponibles, etc.), que figuran en los anejos de la Circular²⁴.

Se desarrollan las novedades introducidas por el Real Decreto 771/2011 y se introducen otras para concluir la transposición de la Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre.

²³ La Circular mantiene como normas relevantes «las guías complementarias» que sobre la gestión del riesgo de liquidez se habían incluido en la Circular 9/201, de 22 de diciembre, que modificó la CBE 3/2008, en las que se establecía además una serie de previsiones tendentes a reforzar la organización interna, gestión de riesgos y control interno, y demás aspectos relevantes.

²⁴ No obstante, podrá autorizar un plazo de remisión más dilatado, o eximir de la presentación de alguno de los estados a entidades individuales que lo soliciten, justificando la escasa complejidad de sus operaciones.

Las entidades de crédito deberán desarrollar políticas y prácticas de remuneración coherentes con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva. En concreto, deberán reducir de forma considerable la remuneración variable cuando la entidad obtenga unos resultados financieros mediocres²⁵ o negativos, teniendo en cuenta tanto la remuneración actual como las reducciones en los pagos de cantidades previamente devengadas. Para ello, se establecerán mecanismos de reducción de la remuneración y/o de recuperación de las retribuciones ya satisfechas.

Adicionalmente, aquellas entidades que, para su reestructuración o saneamiento, hayan recibido apoyo financiero público que todavía no haya sido restituido en su integridad, deberán dar prioridad a la creación y mantenimiento de una base sólida de capital y a la devolución de la ayuda pública recibida, por lo que no podrán, salvo que se justifique adecuadamente ante el Banco de España²⁶, satisfacer una remuneración variable a sus administradores y directivos que asuman el máximo nivel en la gestión diaria de la entidad. En cualquier caso, no podrá hacerse efectiva sin la previa autorización del Banco de España.

Por otra parte, como anticipaba el Real Decreto 771/2011, se concretan las condiciones para la creación del Comité de Remuneraciones. Así, será exigible antes del 31 de marzo de 2012 para las entidades de crédito españolas cuyos activos totales en 2010 o en 2011 superen el importe de 10 mm de euros. En aquellas entidades cuya cifra de activos totales alcance o supere en el futuro el referido importe, dicho Comité deberá constituirse o, en caso de existir, adaptar su composición y funciones a lo regulado en la Circular, en el plazo de seis meses desde la fecha de finalización del ejercicio en que se hubiera alcanzado ese nivel de activos totales.

No obstante, el Banco de España podrá requerir la constitución del citado Comité a entidades cuya cifra de activos totales no alcance la cifra reseñada, por motivos relacionados con su organización interna o la naturaleza, el alcance o la complejidad de sus actividades. Del mismo modo, podrá eximir de su cumplimiento, tras la valoración individualizada, a las filiales españolas de grupos de entidades de crédito cuya matriz se localice en España o en otro país del Espacio Económico Europeo que así lo soliciten.

Finalmente, las entidades de crédito facilitarán al público y actualizarán periódicamente, al menos una vez al año, numerosa información, que se detalla en la Circular, sobre sus prácticas de remuneración, incluidos los salarios y beneficios discrecionales por pensiones, en relación con sus administradores y demás altos directivos, los empleados que asumen riesgos y cuyas actividades profesionales incidan de manera importante en el perfil de riesgo de la entidad, así como los que ejercen funciones de control.

OTROS ASPECTOS RELEVANTES DE LA CIRCULAR

Respecto al riesgo de crédito de contraparte, a partir de ahora las entidades de crédito podrán decidir la inclusión sistemática de todos los derivados de crédito no incluidos en la cartera de negociación y adquiridos como protección para cubrir una exposición de su

²⁵ Para evaluar la mediocridad de los resultados deberá tenerse en consideración si los mismos evidencian una tendencia a la baja, ya sea en relación con los de la propia entidad o con los de entidades semejantes, así como parámetros tales como el grado de consecución de los objetivos presupuestados, o el comportamiento de los resultados del conjunto de la entidad y, en su caso, de la unidad de negocio a la que pertenezca el empleado y de las exposiciones que haya generado.

²⁶ Respondiendo a razones justificadas, dicha remuneración deberá estar, en todo caso, asociada a la consecución de los objetivos prioritarios antes citados de creación y mantenimiento de una base sólida de capital y de devolución de la ayuda pública recibida.

cartera de inversión o una exposición sujeta a riesgo de contraparte, siempre que la cobertura del riesgo de crédito se reconozca con arreglo a lo dispuesto en la Circular.

En cuanto a la cartera de negociación²⁷, las posiciones se valorarán, mientras sea posible, a precios de mercado, que consistirá en valorar, al menos diariamente, las posiciones a los precios de cierre del mercado obtenidos de fuentes independientes. Entre ellos, se precisa que podrán utilizarse los precios de mercados secundarios oficiales, las cotizaciones electrónicas o las cotizaciones de diversos intermediarios independientes de prestigio. Cuando la valoración a precios de mercado no sea posible, las entidades de crédito deberán valorar de forma prudente sus posiciones y carteras mediante un modelo²⁸ antes de aplicar las normas sobre requerimientos de capital de la cartera de negociación.

En cuanto al riesgo de precio y, en el caso de los derivados de crédito, las posiciones de los vendedores de protección, se valorarán, tal como estaba contemplado anteriormente, por el importe nocional del contrato del derivado de crédito, aplicándose el vencimiento de ese contrato en lugar del vencimiento de la obligación de referencia, salvo en los supuestos de permutas del rendimiento total. No obstante, ahora las entidades de crédito podrán decidir sustituir dicho importe nocional por la diferencia entre el importe nocional y cualquier cambio de valor de mercado que haya sufrido el derivado de crédito desde su contratación.

Se añade un nuevo requisito para las calificaciones crediticias externas. En concreto, que dichas calificaciones no deberán basarse ni total ni parcialmente en garantías personales aportadas por la propia entidad de crédito. Por su parte, en las calificaciones crediticias de los instrumentos financieros estructurados, las ECAI deberán explicar públicamente de qué manera incide en sus calificaciones el comportamiento conjunto de las exposiciones titulizadas.

Por último, se adapta la normativa de las ECAI a la normativa europea. En concreto, se considera que cumplen los requisitos de objetividad, independencia, revisión continua y transparencia exigibles a la metodología aplicada cuando estén registradas de conformidad con el Reglamento (CE) 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, relativo a las agencias de calificación crediticia. Asimismo, se actualiza la denominación del antiguo Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) por el de la Autoridad Bancaria Europea (EBA), que será el nuevo organismo que establecerá las guías sobre el reconocimiento de las ECAI.

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

OTRAS NOVEDADES EN MATERIA DE SOLVENCIA

El pasado 5 de diciembre de 2011, la Comisión Ejecutiva del Banco de España tomó el acuerdo de adoptar como propias nueve guías publicadas por el CEBS antes de que la EBA asumiera sus funciones. Todas ellas desarrollan aspectos introducidos por las directivas 2009/111/CE (CRD II) y 2010/76/UE (CRD III) en la Directiva de Requerimientos de Capital (CRD), 2006/48/CE, y tienen por objeto promover su cumplimiento efectivo y armonizado. Por ello, la adhesión a los principios que dichas guías incorporan ha requerido

²⁷ La cartera de negociación está integrada por todas las posiciones en instrumentos financieros y materias primas que la entidad de crédito mantenga con «intención de negociación» o que sirvan de cobertura a otros elementos de esa cartera. Solo podrán incluirse en la cartera de negociación las posiciones cuya transmisibilidad no se encuentre sujeta a cláusulas restrictivas o que puedan ser objeto de cobertura.

²⁸ A estos efectos, por valoración mediante un modelo habrá de entenderse cualquier valoración que deba obtenerse tomando como referencia o extrapolando datos del mercado o realizando cualesquiera otros cálculos a partir de dichos datos de mercado.

la previa transposición plena al ordenamiento jurídico español de dicha Directiva, culminada con la aprobación de la CBE 4/2011, de 30 de noviembre, por la que se modifica la CBE 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, incorporando los aspectos fundamentales de aquellas directivas.

En consecuencia, se han adoptado como propias las siguientes guías, sin perjuicio del contenido de nuestro derecho positivo, que incorpora ya buena parte de los elementos de las mismas: Guía de implantación relativa a los instrumentos contemplados en la letra a) del artículo 57 de la Directiva 2006/48/CE, Guía de implantación relativa a los instrumentos de capital híbridos, Guía sobre la implantación del régimen revisado en materia de grandes riesgos, Guía de implantación relativa a las letras c) y d) del apartado 2 del artículo 106 de la Directiva 2006/48/CE (refundida), Guía relativa al artículo 122 bis de la Directiva 2006/48/CE, Guía sobre políticas y prácticas de remuneración, Guía sobre asignación de los costes y beneficios de la liquidez, Guía sobre colchones de liquidez y períodos de supervivencia y Guía sobre gestión de riesgo operacional en actividades de mercados. Los textos de dichas guías y su traducción al español pueden encontrarse en el sitio web del Banco de España, en el apartado «Guías adoptadas como propias por el Banco de España».

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

Se ha publicado la *CBE 5/2011, de 30 de noviembre* (BOE del 9 de diciembre), por la que se modifica la CBE 4/2004, de 22 de diciembre²⁹, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

A partir de ahora, las entidades de crédito publicarán anualmente, tanto a nivel individual como consolidado, información cualitativa y cuantitativa sobre el mercado hipotecario, las financiaciones a la construcción, a la promoción inmobiliaria y a la adquisición de viviendas, así como la relativa a los activos recibidos en pago de deudas correspondiente a negocios en España con los datos pertenecientes a cada 30 de junio. Esta información se hará pública por el mismo canal que se utilice para cumplir con las obligaciones de información al mercado en materia de solvencia³⁰ o en su página en Internet.

Por su parte, en la memoria de las cuentas anuales, las entidades informarán sobre las políticas y estrategias que hayan establecido para hacer frente a las financiaciones de recuperación problemática destinadas a financiar proyectos inmobiliarios, incluyendo el desarrollo urbanístico y edificación posterior.

La información contendrá todos aquellos aspectos relevantes acerca de la situación y perspectivas de recuperación de la liquidez de esta clase de activos financieros, incluidas, en su caso, las de las garantías reales tomadas para su cobertura, a fin de facilitar una mejor comprensión de los riesgos e incertidumbres de este tipo de activos. En todo caso, dicha información incluirá, como mínimo, ciertos aspectos como: 1) el importe bruto, el exceso de dicho importe sobre el valor de los activos que sirven de garantía, y las correcciones de valor por deterioro de activos que tengan la naturaleza de coberturas específicas de todas las financiaciones; 2) el importe bruto de dichas financiaciones que, por haberse calificado como activos fallidos, se haya dado de baja del activo; 3) el importe

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

30 Conforme a la CBE 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, que establece que las entidades de crédito deben implantar una política formal, aprobada por su consejo de administración u órgano equivalente de la entidad o grupo, que contemple, entre otros aspectos, la frecuencia y el lugar de la publicación, y la verificación de la información que deben facilitar al mercado.

bruto de la financiación destinada a la construcción y promoción inmobiliaria, desglosada según tenga o no garantía hipotecaria³¹, y 4) el importe bruto de la financiación total a los hogares para la adquisición de vivienda, con desglose del importe calificado como dudoso, distinguiendo para ambos según cuente o no con garantía hipotecaria. Asimismo, se distribuirá en determinados tramos en función del porcentaje de riesgo sobre el importe de la última tasación de la garantía disponible (inferior o igual al 40 %, superior al 40 % e inferior o igual al 60 %, superior al 60 % e inferior o igual al 80 %, superior al 80 % e inferior o igual al 100 %, y superior al 100 %).

Asimismo, las entidades de crédito informarán sobre las políticas y estrategias que hayan establecido para hacer frente a los activos inmobiliarios adjudicados o recibidos en pago de deudas. La información incluirá todos los aspectos relevantes acerca de la estrategia seguida para la recuperación de la liquidez de esta clase de activos, a fin de facilitar una mejor comprensión de los riesgos e incertidumbres que rodean esta clase de activos.

Se precisa con mayor detalle la nota de la memoria de las cuentas individuales en la que se incluye la manifestación expresa del consejo de administración u órgano equivalente de la entidad de crédito, sobre la existencia de políticas y procedimientos expresos en relación con sus actividades en el mercado hipotecario aprobados por ese órgano o por un órgano delegado del mismo y por la que dicho órgano se hace expresamente responsable del cumplimiento de la normativa del mercado hipotecario.

Dentro de la información de carácter reservado que las entidades deben remitir al Banco de España, tanto a nivel individual como consolidado, se introducen ciertas modificaciones en los formatos de los estados reservados actuales y se añaden otros nuevos. En concreto, dentro de los individuales se añaden los siguientes: «S.6 Información sobre el mercado hipotecario», «S.7 Información sobre financiaciones a la construcción, promoción inmobiliaria y adquisición de viviendas (negocios en España)» y «S.8 Información sobre activos recibidos en pago de deudas (negocios en España)», con periodicidad semestral y plazo máximo de presentación el fin del mes siguiente. En los consolidados son los siguientes: «C.17 Información sobre financiaciones realizadas por las entidades de crédito a la construcción, promoción inmobiliaria y adquisición de viviendas (negocios en España)» y «C.18 Información sobre activos recibidos en pago de deudas por el grupo de entidades de crédito (negocios en España)», todos ellos con periodicidad semestral.

Por último, la Circular incluye ciertas mejoras técnicas, añadiendo alguna información adicional en los registros contables especiales de la actividad hipotecaria.

La Circular entró en vigor el 10 de diciembre, y lo referente a las cuentas anuales se aplicará, por primera vez, en las cuentas anuales correspondientes al 31 de diciembre de 2011, salvo lo establecido para los nuevos estados reservados, que, excepcionalmente, se podrán enviar al Banco de España antes del 31 de marzo de 2012.

Unificación de los fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito

Se ha publicado el Real Decreto Ley 16/2011, de 14 de octubre (BOE del 15), modificado por el Real Decreto Ley 19/2011, de 2 de diciembre (BOE del 3), por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, que sustituye a los tres fondos existentes³².

31 La que cuente con garantía hipotecaria se detallará, según la naturaleza del activo que sirve de garantía, en edificios terminados (distinguiendo entre vivienda y resto), edificios en construcción (vivienda y resto) y suelo (terrenos urbanizados y resto).

32 Los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito.

Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre

Real Decreto Ley 16/2011, de 14 de octubre,
y Real Decreto Ley 19/2011, de 2 de diciembre

Régimen jurídico	
Existencia de tres fondos de garantía de depósitos: bancos, cajas y cooperativas.	Unificación de los tres fondos en un único Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.
Los distintos fondos estaban regidos y administrados por sendas comisiones gestoras, integradas por ocho miembros nombrados por el ministro de Economía Hacienda, de los cuales cuatro lo eran en representación del Banco de España y cuatro en representación de las entidades de crédito adheridas.	Está regido y administrado por una Comisión Gestora integrada por doce miembros, seis designados por el Banco de España y seis por las asociaciones representativas de las entidades de crédito adheridas.
Patrimonio	
Hasta el 2 % de los depósitos existentes al final del ejercicio, más el 5 % del valor de cotización del último día de negociación del año, en el mercado secundario correspondiente, de los valores garantizados existentes al final del ejercicio. Si el patrimonio no comprometido alcanzase valores negativos, se realizarán las derramas necesarias entre las entidades adheridas hasta eliminar aquel déficit.	Hasta el 3 % de los depósitos a los que se extiende su garantía, en función de la tipología de las entidades de crédito. También se nutrirá de las derramas que realice el Fondo entre las entidades adheridas al mismo, de los recursos captados en los mercados de valores, préstamos o cualesquiera otras operaciones de endeudamiento, y, si el patrimonio resultara insuficiente para el desarrollo de sus funciones, de las actuaciones necesarias del Fondo para restaurar su suficiencia.
Las aportaciones se suspenderán cuando el fondo patrimonial no comprometido en operaciones propias del objeto del Fondo iguale o supere el 1 % de los depósitos de las entidades adscritas.	Sin cambios significativos.
Funciones	
Garantía de los depósitos hasta un límite de 100.000 euros, y otros 100.000 euros, como máximo, a los inversores que hayan confiado a la entidad de crédito valores o instrumentos financieros, que se aplicarán por depositante o inversor.	Sin cambios significativos.
Pueden adoptar medidas preventivas y de saneamiento tendentes a facilitar la viabilidad de la entidad para superar la situación de crisis, en el marco de un plan de actuación acordado por la entidad y aprobado por el Banco de España.	Se aumentan la capacidad y la flexibilidad de actuación del Fondo en materia de reforzamiento de capital de las entidades, así como la ejecución de medidas en caso de que se proceda a la reestructuración de una entidad de crédito o se adopten medidas de apoyo financiero para el reforzamiento de sus recursos propios, todo ello en el marco del plan de actuación aprobado por el Banco de España.

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

En el cuadro 2 se recogen las novedades más relevantes en relación con la normativa anterior.

El Real Decreto Ley tiene un doble objetivo: por un lado, la unificación de los fondos en un único Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, que mantiene las funciones y rasgos característicos de los que sustituye, en especial la relativa su doble naturaleza funcional: la garantía de los depósitos³³ y la posibilidad de realizar actuaciones dirigidas a reforzar la solvencia y el funcionamiento de las entidades. Por otro, el fortalecimiento de la segunda función indicada del sistema, ampliando las situaciones en las que el Fondo podrá ejecutar sus actuaciones.

En cuanto al primer objetivo, se regulan la creación y la subrogación del nuevo Fondo en todos los derechos y obligaciones de los anteriores, así como su régimen jurídico, su patrimonio y sus órganos de gobierno.

En relación con su patrimonio, se nutrirá de las aportaciones anuales de las entidades de crédito adheridas a él, cuyo importe máximo sube del 2% al 3% de los depósitos a los

³³ Se mantiene en 100.000 euros, como máximo, el importe garantizado de los depósitos o, en caso de que estén nominados en otra divisa, su equivalente aplicando los tipos de cambio correspondientes, y en otros 100.000 euros, como máximo, la garantía a los inversores que hayan confiado a la entidad de crédito valores o instrumentos financieros, que se aplicarán por depositante o inversor.

que se extiende su garantía, en función de la tipología de las entidades de crédito. También se nutrirá de las derramas que realice el Fondo entre las entidades adheridas al mismo, distribuidas según la base de cálculo de las aportaciones, y de los recursos captados en los mercados de valores, préstamos o cualesquiera otras operaciones de endeudamiento. En todo caso, cuando el patrimonio resulte insuficiente para el desarrollo de sus funciones, el Fondo realizará las actuaciones necesarias para restaurar su suficiencia.

El régimen de aportaciones tendrá un carácter transitorio hasta el establecimiento de un sistema basado en el perfil del riesgo de cada entidad en el conjunto de la UE.

Como estaba contemplado anteriormente, las aportaciones se suspenderán cuando el fondo patrimonial no comprometido en operaciones propias de su objeto iguale o supere el 1 % de los depósitos de las entidades adscritas.

El Fondo será administrado por una Comisión Gestora integrada por doce miembros, seis designados por el Banco de España y seis por las asociaciones representativas de las entidades de crédito adheridas, dentro de los dos meses siguientes a la entrada en vigor del presente Real Decreto Ley, con unas características y funciones similares a los anteriores fondos³⁴.

En tanto no se proceda a la elección en el referido plazo de los nuevos miembros de la Comisión Gestora, los representantes de las entidades adheridas en la misma serán aquellos que formasen parte de las comisiones gestoras de los tres fondos extinguidos a la entrada en vigor del Real Decreto Ley, correspondiéndoles conjuntamente el 50 % de los votos totales de la Comisión. Igualmente, los representantes del Banco de España serán los que formasen parte de las comisiones gestoras de los tres fondos extinguidos, correspondiéndoles conjuntamente el 50 % de los votos totales.

Respecto al segundo objetivo, se aumentan la capacidad y la flexibilidad de actuación del Fondo en materia de reforzamiento de capital de las entidades.

Así, al supuesto antes previsto como base para la adopción por parte del Fondo de medidas preventivas y de saneamiento³⁵, se añade ahora la capacidad de ejecutar similares medidas en caso de que se proceda a la reestructuración de una entidad de crédito³⁶ o que se adopten medidas de apoyo financiero para el reforzamiento de sus recursos propios³⁷, todo ello en el marco del plan de actuación aprobado por el Banco de España.

Las actuaciones contenidas en el correspondiente plan de actuación podrán ser: 1) ayudas financieras, que podrán consistir en ayudas a fondo perdido, concesión de garantías, préstamos en condiciones favorables, financiaciones subordinadas, adquisición por el

34 En la anterior normativa, los distintos fondos estaban regidos y administrados por sendas comisiones gestoras, integradas por ocho miembros nombrados por el ministro de Economía y Hacienda, de los cuales cuatro lo eran en representación del Banco de España y cuatro en representación de las entidades de crédito adheridas.

35 Cuando la situación de una entidad de crédito, según la información facilitada por el Banco de España, sea tal que haga previsible que el Fondo quede obligado al pago, conforme a las causas previstas en la normativa. En este caso, la adopción de las medidas se enmarca en un plan de actuación propuesto por la entidad y aprobado por el Banco de España.

36 Realizada dentro del correspondiente plan aprobado por el Banco de España en los supuestos previstos en el artículo 7.1 del Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

37 En virtud del artículo 9 del Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

fondo de activos dañados o no rentables que figuren en el balance de la entidad y cualesquiera otros apoyos financieros; 2) reestructuración del capital de la entidad, que podrá conllevar, entre otras medidas, la adecuada aplicación de los recursos propios de la entidad para absorber sus pérdidas, atendiendo a la singularidad de cada caso; 3) facilitar procesos de fusión o absorción con otras entidades de reconocida solvencia o el traspaso de su negocio a otra entidad de crédito; suscripción por el Fondo de ampliaciones de capital, y la adopción por los órganos correspondientes de la entidad afectada de todos aquellos acuerdos que aseguren la adecuada aplicación de las ayudas prestadas por el Fondo, y 4) medidas de gestión que mejoren la organización y los sistemas de procedimiento y control interno de la entidad. Estas medidas deberán ir encaminadas a procurar la viabilidad de la entidad en un plazo razonable, a juicio del Fondo, bien reforzando el patrimonio y solvencia de la misma, bien facilitando su fusión o absorción por otra de reconocida solvencia o el traspaso de su negocio a otra entidad de crédito.

Por último, se mantiene la vigencia del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre³⁸, sobre Fondos de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, en lo que no se oponga a lo previsto en el Real Decreto Ley, hasta que el Gobierno apruebe la correspondiente norma de desarrollo del mismo.

El Real Decreto Ley 16/2011 entró en vigor el 15 de octubre, y el Real Decreto Ley 19/2011 lo hizo el 3 de diciembre.

Transparencia y protección del cliente de servicios bancarios: actualización de la normativa

Se ha publicado la *Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre* (BOE del 29), de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, que deroga la Orden de 12 de diciembre de 1989³⁹, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito; la de 5 de mayo de 1994⁴⁰, sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, y la Orden PRE/1019/2003, de 24 de abril⁴¹, sobre transparencia de los precios de los servicios bancarios prestados mediante cajeros automáticos. Asimismo, modifica parcialmente la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio⁴², sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago.

La nueva Orden se aplicará a los servicios bancarios dirigidos o prestados a clientes, o clientes potenciales, en territorio español por entidades de crédito españolas o sucursales de entidades de crédito extranjeras. Su objetivo es doble: por un lado, desarrollar los avances en materia de transparencia bancaria introducidos por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, relativos a la protección del cliente bancario. Por otro, concentrar en un único texto la dispersión normativa existente en relación con la transparencia y protección de la clientela, con el fin de mejorar su claridad y accesibilidad al ciudadano.

En el cuadro 3 se recogen las novedades más relevantes en relación con la normativa anterior.

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

39 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1989», *Boletín Económico*, enero de 1990, Banco de España, p. 35.

40 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 46-48.

41 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2003», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2003, Banco de España, pp. 109 y 110.

42 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2010», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2010, Banco de España, pp. 187-190.

Orden de 12 de diciembre de 1989; Orden de 5 de mayo de 1994; Orden PRE/1019/2003, de 24 de abril, y Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio

Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre

Mayores exigencias de información de los servicios bancarios	
Las comisiones por servicios bancarios se fijan libremente. Solo podrán percibirse por servicios solicitados, y siempre que sean efectivamente prestados.	Sin cambios significativos.
Los tipos de interés aplicables a los servicios bancarios, en operaciones tanto de depósitos como de crédito o préstamo, también se fijan libremente entre las partes, cualesquiera que sean la modalidad y el plazo de la operación.	Sin cambios significativos.
Las entidades hacen públicas, previo registro en el Banco de España, unas tarifas de comisiones y gastos repercutibles que tienen el carácter de máximos, no pudiendo cargar tipos o cantidades superiores a los contenidos en las mismas o por conceptos no mencionados en ellas.	Las entidades de crédito pondrán a disposición de los clientes las comisiones y los tipos de interés habitualmente percibidos por los servicios que prestan con mayor frecuencia, así como los gastos repercutidos por dichos servicios, que se presentarán en un formato unificado que establecerá el Banco de España.
No se contempla.	La entidad de crédito facilitará, de forma gratuita, al cliente toda la información precontractual para que pueda adoptar una decisión informada sobre un servicio bancario y comparar ofertas similares.
Existen determinadas excepciones para la entrega de un ejemplar que recoja la información contractual, salvo que lo pida expresamente el cliente.	Se amplía a todos los servicios bancarios recibidos la entrega al cliente de un ejemplar con la información contractual.
No se contempla de forma expresa.	En el asesoramiento al cliente, se obliga a las entidades de crédito a actuar en el mejor interés del cliente, considerando tanto su situación personal y financiera como sus preferencias y objetivos.
No se contempla.	En caso de servicios bancarios vinculados a la contratación de otro servicio, las entidades de crédito deberán informar al cliente, de forma comprensible, sobre la posibilidad o no de contratar cada servicio de manera independiente y en qué condiciones.
Comunicación con una antelación razonable a su aplicación cuando la entidad varíe cualquier término de un contrato de un servicio bancario. Además, podría sustituirse por su publicación en un diario de general difusión, y en algunos casos bastaba con que figurara en el tablón de anuncios de la entidad.	Comunicación individualizada al cliente, con una antelación no inferior a un mes, cuando la entidad varíe cualquier término de un contrato de un servicio bancario.
No se contempla.	Comunicación, en el mes de enero de cada año, que recoja la información sobre comisiones, gastos y tipos de interés aplicados a cada servicio bancario prestado durante el ejercicio anterior.
Nuevas exigencias de información en relación con los depósitos bancarios	
No se contempla.	Comunicar gratuitamente al cliente, al menos mensualmente, el extracto de todos los movimientos producidos en su cuenta corriente.
No se contempla.	Contenido de los documentos contractuales de los depósitos a plazo estructurados o híbridos.
Mejoras en las prácticas bancarias de concesión de préstamos y créditos	
No se contempla específicamente.	La entidad de crédito debe contar con procedimientos internos para llevar a cabo la evaluación de la solvencia del cliente.
No se contempla.	«Ficha de Información Precontractual» (FIPRE), que las entidades facilitarán, gratuitamente, con información clara y suficiente sobre los préstamos y créditos que ofertan.
No se contempla.	«Ficha de Información Personalizada» (FIPER), que las entidades proporcionarán, gratuitamente, con la información personalizada que resulta necesaria para dar respuesta a su demanda de crédito, antes de que este quede vinculado por cualquier contrato u oferta.
No se contempla.	«Guía de Acceso al Préstamo Hipotecario», disponible en las entidades de crédito, en sus páginas electrónicas y en la del Banco de España.
En el caso de que existieran cláusulas suelo y techo en los préstamos hipotecarios, debían figurar en la documentación contractual.	En caso de que existan tales cláusulas, además de figurar en la documentación contractual, se recogerán en un anejo de la FIPER.
Otras novedades	
No se contempla.	Se regula el régimen de transparencia de la hipoteca inversa, sujeto, en general, a las obligaciones de información de la Orden, con ciertas particularidades. Además, se elaborará una «Guía de Acceso a la Hipoteca Inversa».

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

Tal como estaba contemplado anteriormente, las comisiones y, en su caso, los tipos de interés por servicios bancarios se seguirán fijando libremente entre las entidades de crédito y los clientes. Además, a partir de ahora las entidades de crédito pondrán a disposición de los clientes las comisiones y los tipos de interés que habitualmente perciben por los servicios que prestan con mayor frecuencia, así como los gastos repercutidos en dichos servicios⁴³, con la novedad adicional de que se presentarán en un formato unificado que establecerá el Banco de España. Este sistema sustituye al hasta ahora vigente de registro previo de las tarifas en el Banco de España, como condición para su aplicabilidad.

Para los créditos y préstamos hipotecarios, se precisan la definición y el cálculo de la tasa anual equivalente (TAE), que iguala, sobre una base anual, el valor actual de todos los compromisos (disposiciones de crédito, reembolsos y gastos) existentes o futuros, asumidos por la entidad y por el cliente. Para su cálculo, se determinará el coste total del préstamo para el cliente, exceptuando los gastos que este tendría que pagar por el incumplimiento de alguna de sus obligaciones con arreglo al contrato de crédito⁴⁴. Como novedad, se incluirán dentro del coste total del préstamo: 1) los costes de mantenimiento de una cuenta cuando sea obligatorio abrirla para obtener el préstamo⁴⁵; 2) los costes relativos a la utilización de un medio de pago que permita efectuar operaciones de pago y de disposición de crédito, y, en su caso, 3) los costes relativos a las operaciones de pago.

Otra de las novedades de la norma es la obligación de las entidades de crédito de facilitar al cliente, de forma gratuita, determinada información precontractual para poder adoptar una decisión informada sobre un servicio bancario y comparar ofertas similares. Esta información deberá ser clara, suficiente y objetiva, y habrá de entregarse con la debida antelación y, en todo caso, antes de que el cliente quede vinculado por un contrato u oferta.

En cuanto a la información contractual, se extiende a todos los servicios bancarios recibidos la obligación de las entidades de crédito de entregar al cliente, con independencia de que este lo solicite o no, el correspondiente ejemplar del documento contractual en que se formalicen dichos servicios⁴⁶. Asimismo, se amplía y se precisa el contenido mínimo que deben recoger dichos documentos relativos a servicios bancarios de captación de fondos reembolsables, especialmente depósitos, y de concesión de créditos y préstamos, además de otras exigencias de contenido que establezca el Banco de España. Entre otros aspectos, las entidades de crédito facilitarán a sus clientes explicaciones adecuadas y suficientes para comprender los términos esenciales de los servicios bancarios ofertados, teniendo en cuenta sus necesidades y su situación financiera.

Las entidades de crédito que comercialicen servicios bancarios vinculados a la contratación de otro servicio, financiero o no, deberán informar al cliente, de forma comprensible,

43 Estas informaciones estarán disponibles en todos los establecimientos comerciales de las entidades de crédito, en sus páginas electrónicas y en la página electrónica del Banco de España, y deberán estar a disposición de los clientes en cualquier momento y gratuitamente.

44 En la anterior normativa (CBE 8/1990, dictada en desarrollo de la Orden de 12 de diciembre de 1989, que ahora se deroga), para su cálculo se exceptuaban determinados gastos y comisiones, como los corretajes, gastos notariales, impuestos, y los gastos por seguros o garantías.

45 Salvo que los costes de dicha cuenta se hayan especificado de forma clara y por separado en el contrato de préstamo o cualquier otro contrato suscrito con el cliente.

46 En la anterior normativa (CBE 8/1990, dictada en desarrollo de la Orden de 12 de diciembre de 1989, que ahora se deroga), se establecían determinadas excepciones, como, por ejemplo, para determinadas operaciones (operaciones de depósito a plazo, o captación de fondos mediante pagarés bancarios o instrumentos similares; operaciones de compraventa, con pacto de recompra, de instrumentos financieros negociados en mercados secundarios organizados, y operaciones de préstamo o crédito, incluidas las instrumentadas mediante tarjeta de crédito) cuyo importe fuera de, al menos, 60.000 euros, salvo que lo pidiera expresamente el cliente.

sobre la posibilidad o no de contratar cada servicio de manera independiente y en qué condiciones. En caso de que solo resulte posible la contratación del servicio bancario vinculado a la contratación de otros en las condiciones ofertadas, se informará al cliente de la parte del coste total que corresponde a cada uno de los servicios, siempre que esta información esté disponible, y de los efectos que su no contratación individual o cancelación anticipada produciría sobre el coste total de los servicios bancarios.

Asesoramiento al cliente

La Orden hace mención expresa al asesoramiento al cliente⁴⁷, que antes no figuraba de forma precisa en nuestra normativa, distinguiéndolo de la directa comercialización de los propios productos bancarios. En este sentido, cuando las entidades de crédito y los clientes decidan suscribir un contrato de asesoramiento, aquellas deberán informar expresamente a los clientes de esta circunstancia y, salvo que el servicio sea gratuito, les comunicarán la remuneración que habrán de recibir por este concepto. La prestación de este servicio implicará la obligación de las entidades de actuar en el mejor interés del cliente, basándose en un análisis objetivo y suficientemente amplio de los servicios bancarios disponibles en el mercado, y considerando tanto la situación personal y financiera del cliente como sus preferencias y objetivos.

Comunicaciones al cliente

Respecto a las comunicaciones a los clientes por los servicios prestados, se introducen ciertas novedades. Así, cuando la entidad de crédito tenga el derecho de modificar unilateralmente cualquier término de un contrato de servicio bancario, se establece la obligación de comunicarlo de forma individualizada al cliente, con una antelación no inferior a un mes. En los supuestos de modificaciones de límites o capacidad de disposición de nuevas cantidades, cuando se haya dado previamente la circunstancia de un incumplimiento de obligaciones por parte del cliente, la comunicación se producirá con una antelación no inferior a diez días⁴⁸.

Además, las entidades de crédito deberán remitir a sus clientes, durante el mes de enero de cada año, una comunicación en la que, de manera completa y detallada, se recoja la información sobre comisiones, gastos devengados y tipos de interés efectivamente aplicados a cada servicio bancario prestado al cliente durante el ejercicio anterior. A estos efectos, el Banco de España establecerá un documento unificado para efectuar este tipo de comunicaciones. En caso de fallecimiento del cliente, deberán facilitar a sus herederos, una vez acreditada tal condición, la información que permita conocer su situación patrimonial en la entidad de crédito.

NUEVAS EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN EN RELACIÓN CON LOS DEPÓSITOS BANCARIOS

En relación con los depósitos a la vista, se introduce la obligación de las entidades de crédito de facilitar gratuitamente al cliente, al menos con frecuencia mensual, el extracto de todos los movimientos producidos en su cuenta corriente, si los hubiera, con información relativa a la fecha, el concepto y el importe de la operación.

Cabe reseñar que, en cuanto a los depósitos a plazo estructurados o híbridos, los documentos contractuales deberán recoger, de forma explícita y clara, la obligación de la entidad de reembolsar el principal del depósito al vencimiento, así como el tipo de interés nominal, la TAE u otra expresión equivalente de la remuneración total efectiva en términos

⁴⁷ Se entenderá por asesoramiento toda recomendación personalizada que la entidad de crédito haga para un cliente concreto respecto a uno o más servicios bancarios disponibles en el mercado.

⁴⁸ En la anterior normativa (CBE 8/1990, dictada en desarrollo de la Orden de 12 de diciembre de 1989, que ahora se deroga) no constaba plazo alguno, sino que debía realizarse con una antelación razonable a su aplicación. Además, esa comunicación podría sustituirse por su publicación en un diario de general difusión, y en algunos casos bastaba con que figurara en el tablón de anuncios de la entidad.

de intereses anuales, teniendo en cuenta los efectos sobre la remuneración tanto del contrato principal como del derivado implícito.

Finalmente, los documentos contractuales relativos a servicios bancarios de depósito deberán incluir una referencia al fondo de garantía de depósitos al que se encuentra adherida la entidad.

Se desarrollan las aportaciones realizadas por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, en cuanto a la concesión responsable de los préstamos, sobre todo en lo relativo a la «evaluación de la solvencia» de los clientes. Así, antes de que se celebre cualquier contrato de crédito o préstamo, la entidad de crédito deberá evaluar la capacidad del cliente para cumplir con las obligaciones derivadas del mismo, sobre la base de la información suficiente obtenida por medios adecuados a tal fin; entre ellos, la información facilitada por el propio cliente. Además, las entidades deberán contar con procedimientos internos específicamente desarrollados para llevar a cabo dicha evaluación, que deberán contemplar ciertos aspectos del cliente, como: 1) la evaluación de su situación laboral, patrimonial y financiera; 2) su capacidad financiera para asumir variaciones significativas de las cuotas a lo largo de la vida de la operación en el caso de créditos o préstamos a tipo de interés variable; 3) la capacidad de los garantes para cumplir con sus obligaciones de pago, y 4) una valoración prudente de las garantías reales en el caso de créditos o préstamos hipotecarios.

En relación con los créditos y préstamos hipotecarios, se desarrolla una nueva normativa de transparencia⁴⁹ que sustituye a la de la Orden de 5 de mayo de 1994, de transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, que se mantiene en línea con la vigente Ley 16/2011, de 24 de junio⁵⁰, de contratos de crédito al consumo. Así, una de las novedades es la «Guía de Acceso al Préstamo Hipotecario», que elaborará el Banco de España, con la finalidad de que quienes demanden servicios bancarios de préstamo hipotecario dispongan, con carácter previo a la formalización de los mismos, de información adecuada para adoptar sus decisiones de financiación. La Guía estará disponible, de forma gratuita, en todos los establecimientos comerciales de las entidades de crédito, en sus páginas electrónicas, y en la del Banco de España.

Asimismo, se introduce la denominada «Ficha de Información Precontractual» (FIPRE), que las entidades de crédito deberán proporcionar, de forma gratuita, a los clientes que soliciten información sobre los créditos y préstamos hipotecarios que ofertan, y que contendrá información clara y suficiente sobre esos préstamos, de carácter orientativo. También se crea la denominada «Ficha de Información Personalizada» (FIPER), que facilitarán al cliente, igualmente de forma gratuita, una vez que haya entregado a la entidad la información contenida en la FIPRE tras haber obtenido de él la información que se precise sobre sus necesidades de financiación, su situación financiera y sus preferencias. Con esta ficha se le proporciona la información personalizada que necesita para dar respuesta a su demanda de crédito, de forma que le permita comparar los créditos y préstamos hipotecarios disponibles en el mercado, valorar sus implicaciones y adoptar una decisión fundada sobre si debe o no suscribir el contrato. El contenido de la FIPRE y de la FIPER figura regulado detalladamente en los anejos de la Orden.

49 Aplicable a los servicios bancarios de crédito y préstamo hipotecario celebrados con un cliente, persona física, en los que la hipoteca recaiga sobre una vivienda o cuya finalidad sea adquirir o conservar derechos de propiedad sobre terrenos o edificios construidos o por construir

50 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2011», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2011, Banco de España, pp.193-196.

Si el cliente y la entidad han mostrado su voluntad de contratar un determinado crédito o préstamo hipotecario y, entre otros requisitos, se dispone de la tasación del inmueble y se ha evaluado ya la solvencia del cliente, este podrá solicitar a la entidad de crédito la entrega de una oferta vinculante. Esta ya estaba regulada en la anterior normativa, con la novedad de que ahora se facilitará mediante una FIPER, en la que, adicionalmente, se especificarán que se trata de una oferta vinculante y el plazo de su vigencia, que, en general, no podrá ser inferior a catorce días naturales (antes eran diez días hábiles) desde la fecha de entrega.

Por otro lado, se refuerzan las obligaciones de transparencia y difusión de la información sobre cláusulas suelo y techo en los préstamos hipotecarios. Así, en caso de que en dichos préstamos se hubieran establecido tales cláusulas, se recogerán en un anejo de la FIPER el tipo de interés mínimo y máximo, así como la cuota de amortización máxima y mínima. Anteriormente solo se exigía que esta información se incluyese en la documentación contractual.

Finalmente, conforme a las previsiones establecidas en la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de medidas de reforma económica, se establecen determinadas informaciones adicionales que las entidades de crédito deberán proporcionar a sus clientes sobre los instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés de los préstamos hipotecarios suscritos a tipo de interés variable. Dicha información también se recogerá, en su caso, en un anejo de la FIPER.

OTRAS NOVEDADES DE LA NORMA

Se regula el régimen de transparencia de la hipoteca inversa⁵¹, que estará sujeto, en general, a las obligaciones de información establecidas en esta Orden, con ciertas particularidades. Así, será obligatoria la entrega de la FIPRE, la FIPER, la oferta vinculante, y la prestación de un previo servicio de asesoramiento independiente, como muy tarde, en la fecha de la entrega de la oferta vinculante.

Asimismo, el Banco de España, junto con la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, elaborarán una «Guía de Acceso a la Hipoteca Inversa», en términos análogos a los previstos para la anteriormente citada «Guía de Acceso al Préstamo Hipotecario».

Por otro lado, la norma regula los tipos de interés oficiales, conforme a la habilitación incluida en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, con el fin de integrarlos con los tipos de referencia existentes en los mercados europeos, así como de aumentar las alternativas de elección de tipos entre entidades y clientes. De este modo, en el BOE se publicarán mensualmente los siguientes tipos de interés oficiales, que también estarán disponibles en la página electrónica del Banco de España: 1) tipo medio de los préstamos hipotecarios a más de tres años, para adquisición de vivienda libre, concedidos por las entidades de crédito en España; 2) tipo medio de los

51 La hipoteca inversa fue regulada en la disposición adicional primera de 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. Se define como un préstamo o un crédito garantizado mediante hipoteca sobre un bien inmueble que constituya la vivienda habitual del solicitante y siempre que cumplan los siguientes requisitos: a) que el solicitante y los beneficiarios que este pueda designar sean personas de edad igual o superior a los 65 años o afectadas de dependencia severa o gran dependencia, b) que el deudor hipotecario disponga del importe del préstamo o crédito mediante disposiciones periódicas o de una sola vez, c) que la deuda sólo sea exigible por el acreedor y la garantía ejecutable cuando fallezca el prestatario o, si así se estipula en el contrato, cuando fallezca el último de los beneficiarios, y d) que la vivienda hipotecada haya sido tasada y asegurada contra daños.

préstamos hipotecarios entre uno y cinco años, para adquisición de vivienda libre, concedidos por las entidades de crédito en la zona del euro; 3) tipo de rendimiento interno en el mercado secundario de la deuda pública de plazo entre dos y seis años; 4) referencia interbancaria a un año (Euribor); 5) permuta de intereses/Interest Rate Swap (IRS) al plazo de cinco años, y 6) el Mibor, aplicable exclusivamente para los préstamos hipotecarios formalizados con anterioridad al 1 de enero de 2000.

La Orden entrará en vigor, con ciertas salvedades, el 29 de abril de 2012.

Creadores de mercado de la deuda del Estado: modificación de la normativa

Se ha publicado la *Resolución de 29 de noviembre de 2011* (BOE del 1 de diciembre), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se modifica la de 18 de noviembre de 2008⁵², que establece las condiciones de actuación de los creadores de mercado de deuda pública del Reino de España.

Se ha introducido una mayor flexibilidad a la hora de calcular la participación de los creadores de mercado en la segunda vuelta de las subastas de bonos y obligaciones del Estado. Así, cada creador podrá obtener, como máximo para cada bono u obligación en esta segunda vuelta, previa presentación de la correspondiente petición, un 24 % del nominal adjudicado a esa entidad en el agregado de la subasta de ese bono y una subasta comparable. Como novedad, el importe máximo que podrá comprar será el resultado de multiplicar el nominal total adjudicado en la fase de subasta de ese mismo bono u obligación por un coeficiente de participación en las subastas, multiplicado a su vez por un coeficiente de premio a la labor como creador.

El coeficiente de participación en cada subasta reflejará la participación de cada creador en las adjudicaciones de las últimas subastas comparables. El cálculo de este coeficiente se realizará conforme a una metodología objetiva establecida por el Tesoro, previa consulta con los creadores de mercado de bonos y obligaciones.

El coeficiente de premio podrá tener cuatro posibles tramos no acumulables: 1) un 24 %, que el Tesoro podrá conceder a aquellos creadores que hayan cumplido los mínimos de cotización de bonos y obligaciones establecidos en esta norma y que hayan resultado más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta; 2) un 20 %, que el Tesoro podrá conceder a aquellos creadores que hayan cumplido, durante el último período de evaluación precedente a la subasta, los mínimos de cotización y, sin embargo, no hayan resultado más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta; 3) un 4 % para aquellos que, a juicio del Tesoro, figuren como los más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta y, sin embargo, no hayan cumplido, durante el último período de evaluación precedente a la subasta, los mínimos de cotización de bonos y obligaciones establecidos en esta norma, y 4) un 0 % para aquellos que no hayan cumplido, durante el último período de evaluación precedente a la subasta, los mínimos de cotización establecidos en esta norma, y que tampoco figuren como más activos en los últimos períodos de evaluación precedentes a la subasta.

Por otra parte, se ha modificado la obligación de tiempo de permanencia de las cotizaciones en las pantallas de los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación⁵³

52 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008», *Boletín Económico*, enero de 2009, Banco de España, pp.136 y 137.

53 Que será durante, al menos, cinco horas, entre las 8.30 y las 17.15 horas de cada día laborable, según el calendario que apruebe el Tesoro.

para responder a las prácticas habituales del mercado internacional y, por tanto, homogeneizar las condiciones de cotización del mercado de bonos y obligaciones.

La Resolución entró en vigor el 1 de diciembre.

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

Se han publicado el *Real Decreto 1360/2011, de 7 de octubre* (BOE del 8), que modifica el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre⁵⁴, sobre transacciones económicas con el exterior, y la *Orden EHA/2670/2011, de 7 de octubre* (BOE del 8), que modifica la Orden de 27 de diciembre de 1991, que desarrolló el Real Decreto 1816/1991. Su objetivo es alinear la regulación española en esta materia a la vigente en la práctica totalidad de los Estados miembros, así como anticiparse a la próxima reforma del Reglamento 924/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, relativo a los pagos transfronterizos en la Comunidad⁵⁵.

Aparte de ciertas mejoras en los aspectos referidos a la acreditación de la condición de residente y no residente, el contenido principal de la reciente regulación es modificar el sistema de declaración a efectos estadísticos de las transacciones económicas con el exterior.

El sistema anterior establecía que las entidades debían identificar las operaciones que suponen un cobro o un pago exterior, exigiendo a los clientes datos para completar la información de las operaciones en que intervenían, así como remitir tal información al Banco de España. Con la nueva normativa se elimina la obligación de remitir aquella información de la que no disponen de forma inmediata y automatizable. Por otro lado, se incorpora la obligación, para quienes realicen transacciones con el exterior, de suministrar la información que el Banco de España pueda requerirles.

El Banco de España determinará el contenido, el procedimiento y la frecuencia de la información, siempre y cuando su recopilación no incida en el tratamiento directo automatizado de los pagos, y pueda realizarse de manera totalmente automática.

De esta manera, la información con fines estadísticos de estas operaciones se obtendrá a través de dos vías: la información automática suministrada por las entidades registradas, y la obtenida a partir de los datos que el Banco de España requiera de los que realicen actos, negocios, transacciones y operaciones con el exterior.

Por último, se mantiene, de forma transitoria, el sistema de declaración actual hasta el 31 de diciembre de 2013, sin perjuicio del cumplimiento de las nuevas obligaciones de información.

El Real Decreto y la Orden entrarán en vigor el 1 de junio de 2012.

Mercado de Valores: modificación de su normativa

Se ha publicado la *Ley 32/2011, de 4 de octubre* (BOE del 5), que modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio⁵⁶, del Mercado de Valores, que, entre otros aspectos, tiene por objeto la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores.

54 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1991», *Boletín Económico*, enero de 1992, Banco de España, pp. 58-60.

55 Este Reglamento estableció una cláusula de revisión en virtud de la cual, antes del 31 de octubre de 2011, la Comisión Europea presentaría un informe sobre la conveniencia de suprimir la obligación nacional de información sobre los pagos, que pronto se elevará a iniciativa legislativa.

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

Ley 24/1988, de 28 de julio

Ley 32/2011, de 4 de octubre

Novidades del régimen jurídico de IBERCLEAR	
No se contempla.	Deberá contar con un comité de auditoría, un comité de riesgos y un comité de nombramientos y remuneraciones.
No se contempla.	Dispondrá de mecanismos para que se puedan expresar sus opiniones sobre la realización de sus funciones y de normas que tengan por objeto evitar los posibles conflictos de interés.
No se contempla.	Podrá establecer convenios con otras entidades residentes y no residentes, públicas o privadas, que desempeñen todas o algunas funciones análogas, entidades de contrapartida central u otras.
Novidades del régimen jurídico de las entidades de contrapartida central (ECC)	
No se contempla.	Deben revestir la forma de sociedad anónima separada jurídicamente de IBERCLEAR.
No se contempla.	Deben contar con un capital mínimo y unos recursos propios adecuados a su actividad, que se determinarán reglamentariamente.
No se contempla.	Se exige la confección de un reglamento interno, que deberá ser aprobado por el ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, del Banco de España y de las Comunidades Autónomas cuyos estatutos de autonomía les reconozcan competencias en materia de regulación de centros de contratación de valores. Entre otros aspectos, regulará el régimen de funcionamiento y los servicios prestados por la entidad.
No se contempla.	Deben contar con un comité de auditoría, un comité de riesgos y un comité de nombramientos y remuneraciones.
No se contempla.	Deben disponer de mecanismos para que se puedan expresar sus opiniones sobre la realización de sus funciones y de normas que tengan por objeto evitar los posibles conflictos de interés.
Otras novedades	
Existen mecanismos de aseguramiento en la entrega en los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.	Se eliminan.
Se establece el sistema de control basado en las referencias de registro para la renta variable.	Se elimina.
No se contempla.	Se introduce la unificación de los sistemas de registro por medio de saldos de la renta variable, la renta fija y la deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta.

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

En el cuadro 4 se señalan las novedades más importantes en relación con la normativa anterior.

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE IBERCLEAR⁵⁷

Se introduce la obligación de que IBERCLEAR cuente, al menos, con un comité de auditoría, un comité de riesgos y un comité de nombramientos y remuneraciones. Además, deberá disponer de mecanismos para que los usuarios y otros interesados puedan expresar sus opiniones sobre la realización de sus funciones, así como incluir dentro de su reglamento interno un conjunto de normas que tengan por objeto evitar los posibles conflictos de interés a los que pudiera verse expuesta como consecuencia de sus relaciones con accionistas, administradores y directivos, entidades participantes y clientes. Todo ello en las condiciones que reglamentariamente se determinen.

En dicho desarrollo reglamentario también se determinarán las funciones concretas de vigilancia y control que deberá ejercer sobre sus entidades participantes, los requisitos de solvencia exigibles, los medios técnicos, las obligaciones específicas de información a la CNMV, y otros aspectos que se consideren necesarios para su adecuado funcionamiento.

⁵⁷ La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, creó la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (denominado IBERCLEAR) mediante la fusión de la Central de Anotaciones de Deuda Española y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

IBERCLEAR podrá establecer convenios con otras entidades residentes y no residentes, públicas o privadas, que desempeñen todas o algunas funciones análogas, entidades de contrapartida central u otras. La adopción y la modificación de estos acuerdos requerirán la previa aprobación por la CNMV, previo informe del Banco de España o la comunidad autónoma con competencia en la materia, en el caso de mercados de ámbito autonómico.

Se desarrolla un nuevo régimen regulatorio para las ECC, de forma que, además de los requisitos establecidos para su autorización, se introduce una serie de novedades. Así, deberán revestir la forma de sociedad anónima separada jurídicamente de IBERCLEAR. Sus estatutos sociales y sus modificaciones, con las excepciones que reglamentariamente se establezcan, requerirán la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV. Asimismo, deberán contar con un capital mínimo y unos recursos propios adecuados a su actividad, que se determinarán reglamentariamente. Todo ello con el objetivo de garantizar la solvencia de la entidad y del sistema que pueda gestionar, así como una capacidad sólida de gestión de las situaciones de incumplimiento de sus miembros.

Se establece la exigencia de un reglamento interno, cuyo contenido se determina en la norma y que deberá ser aprobado por el ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, del Banco de España y de las Comunidades Autónomas cuyos estatutos de autonomía les reconozcan competencias en materia de regulación de centros de contratación de valores. Entre otros aspectos, deberá regular el régimen de funcionamiento de la entidad, los servicios prestados por la misma, los requisitos de acceso a la condición de miembro, las clases de miembros, con especificación de los requisitos técnicos y de solvencia exigibles, así como el régimen económico de las ECC.

Al igual que IBERCLEAR, deberán contar con un comité de auditoría, un comité de riesgos y un comité de nombramientos y remuneraciones, y disponer de mecanismos para que los usuarios y otros interesados puedan expresar sus opiniones sobre la realización de sus funciones y de un conjunto de normas que tengan por objeto evitar los posibles conflictos de interés a los que pudiera verse expuesta como consecuencia de sus relaciones con accionistas, administradores y directivos, entidades participantes y clientes.

Por otro lado, se introduce un marco regulador para los supuestos en que un miembro o un cliente de un miembro dejara de atender, total o parcialmente, las obligaciones contraídas frente a la entidad de contrapartida central o frente al miembro, en cuyo caso podrán disponer de los bienes aportados en garantía por el incumplidor, así como adoptar las medidas necesarias para su satisfacción en los términos que se establezcan en el reglamento de la entidad.

Si algún miembro (o alguno de sus clientes) se viera sometido a un procedimiento concursal, la ECC gozará de un derecho absoluto de separación respecto a los instrumentos financieros y al efectivo en que estuvieran materializadas las garantías que tales miembros o clientes hubieran constituido o aceptado, conforme al régimen establecido en el reglamento de la entidad. El sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa patrimonial concursal del cliente o del miembro.

Las ECC podrán establecer acuerdos con otras entidades residentes y no residentes, cuyas funciones sean análogas o que gestionen sistemas de compensación y liquidación de valores, participar en el accionariado de dichas entidades o admitir a las mismas como accionistas. Dichos acuerdos, así como los que pueda celebrar con mercados o sistemas multilaterales

de negociación, requerirán la aprobación de la CNMV, previo informe del Banco de España, y deberán cumplir con los requisitos que se determinarán reglamentariamente.

Las ECC continuarán sujetas a la supervisión de la CNVM y del Banco de España, en sus respectivos ámbitos de competencia, y les será de aplicación lo dispuesto en la Ley 41/1999, de 12 de noviembre⁵⁸, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, para los sistemas regulados en la misma.

Finalmente, para facilitar el ejercicio de sus funciones, podrán acceder a la condición de participante de IBERCLEAR.

OTRAS NOVEDADES DE LA NORMA

Para las entidades encargadas del registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta o de las entidades depositarias, se define un marco más preciso para los casos de concurso de acreedores, de forma similar a las ECC y al régimen existente para las entidades participantes. Así, se establece el derecho de separación de los titulares respecto a los valores inscritos a su favor y lo podrán ejercitar solicitando su traslado a otra entidad, y se regulan los derechos que deriven de operaciones en curso de liquidación en el momento en que se declare el concurso, atendiendo para ello a las reglas del correspondiente sistema de compensación, liquidación y registro.

Otro de los aspectos más novedosos en la operatoria bursátil es la obligación de que intervenga una ECC para las operaciones de renta variable negociadas de forma multilateral tanto en un mercado secundario oficial como en un sistema multilateral de negociación. Esta obligación responde a la necesidad de aportar seguridad jurídica a las relaciones entre inversores y la ECC que permita la ordenada liquidación y el buen fin de las operaciones.

Se eliminan los mecanismos actuales de aseguramiento en la entrega⁵⁹ en los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. En sustitución, se permite la resolución de incidencias a través de compensaciones en efectivo si resultara imposible acceder a los valores, lo que mejora la estabilidad del sistema. Sin embargo, el inversor mantendrá un alto nivel de protección, ya que, en esencia, se relaciona únicamente con la entidad de contrapartida central, que minimiza, aunque no elimina, el riesgo de fallo en la entrega. Adicionalmente, de ocurrir un fallo, las compensaciones en efectivo deberán ser adecuadas al valor concernido y a la variación de precio que haya tenido lugar en el proceso.

Se elimina el actual sistema de control basado en las referencias de registro para la renta variable, y se introduce la unificación de los sistemas de registro por medio de saldos de la renta variable, la renta fija y la deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta, cuyo contenido se desarrollará reglamentariamente.

Finalmente, la CNMV mantendrá, con el carácter de registros oficiales, a los que el público tendrá libre acceso, además de los actuales, uno más: el relativo a los sistemas de compensación, liquidación y registro, y las entidades de contrapartida central.

La Ley entró en vigor el 6 de octubre.

58 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999», *Boletín Económico*, enero de 2000, Banco de España, pp. 67-69.

59 El aseguramiento en la entrega se ha interpretado tradicionalmente como el compromiso de liquidar todas las operaciones de compra y venta, entregando siempre valores en especie a cambio de efectivo. Para llevarlo a término, se estableció un sistema de garantías colectivas, con las que financiar los procedimientos de obtención de valores o efectivo en las operaciones que no pudiesen liquidarse a tiempo.

Empresas de servicios de inversión: modificación de la normativa de solvencia y de las normas contables

NOVEDADES EN MATERIA DE SOLVENCIA

Se ha publicado la *Circular 5/2011, de 12 de diciembre*, de la CNMV (BOE del 15), por la que se modifica la Circular 12/2008, de 30 de diciembre⁶⁰, sobre solvencia de las ESI y sus grupos consolidables, y la Circular 7/2008, de 26 de noviembre⁶¹, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las ESI, sociedades gestoras de IIC y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.

Al igual que para las entidades de crédito, la Circular realiza la transposición final de la normativa europea en materia de solvencia, que se inició con la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, seguida de la Ley 6/2011, de 11 de abril, que modificó la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, y, finalmente, del Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, que modificó el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras.

La Circular modifica la naturaleza relativa a las financiaciones subordinadas recibidas por las ESI y las financiaciones subordinadas de duración indeterminada, que deberán cumplir similares condiciones a las exigidas a las entidades de crédito, e introduce instrumentos distintos a los anteriores que deben cumplir una serie de requisitos⁶² para poder ser computables como recursos propios.

Dentro de los métodos para el cálculo de los recursos propios, se introducen las exigencias establecidas en la Circular para la cobertura del riesgo de tipo de cambio, del riesgo de liquidación y del riesgo sobre materias primas.

En relación con el régimen de grandes riesgos, los contraídos frente a una persona, física o jurídica, o grupo de personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto, que controle a una empresa o grupo, se integrarán con los de esa empresa o grupo.

Por otro lado, se introducen ciertas modificaciones en los modelos internos para el cálculo de las exposiciones dentro de la cartera de negociación, y se recogen las políticas de remuneración en términos similares a los comentados para las entidades de crédito.

Finalmente, en la Circular no se incorporan cambios sobre los conceptos que modifican la determinación de las exigencias de recursos propios por riesgo de crédito de las titulizaciones o «retitulizaciones», al estar regulado para las ESI por referencia a la CBE 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, sobre la determinación y control de los recursos propios mínimos, modificada por la CBE 4/2001, de 30 de noviembre, comentada anteriormente.

NOVEDADES EN LAS NORMAS CONTABLES

La Circular modifica la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, para incorporar, entre las normas relativas a las combinaciones de negocios y consolidación, los preceptos de la

60 Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2009», *Boletín Económico*, abril de 2009, Banco de España, pp. 155-161.

61 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008», *Boletín Económico*, enero de 2009, Banco de España, pp. 142-144.

62 Entre ellos, cabe reseñar los siguientes: 1) no tendrán fecha de vencimiento o su vencimiento inicial será, como mínimo, de 30 años; 2) podrán incluir una o varias opciones de compra, a discreción del emisor, pero no serán reembolsables antes de que transcurran cinco años desde su fecha de emisión, y 3) en el supuesto de que las condiciones de emisión de los instrumentos de duración indeterminada incorporen algún incentivo para su reembolso por la entidad, a juicio de la CNMV, dicho incentivo no podrá hacerse efectivo antes de que transcurran diez años desde su fecha de emisión. En el caso de instrumentos con vencimiento, no se permitirá ningún incentivo al reembolso en una fecha que no sea la de su vencimiento.

CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros.

Por otro lado, se amplía la calificación de los grupos consolidables de ESI, ya que no solo son aquellos en los que existe unidad de decisión porque exista una situación de control, sino también aquellos en los que existan actuaciones sistemáticas en concierto, y se amplían los supuestos en los que la CNMV decidirá cómo debe efectuarse la consolidación⁶³.

Como consecuencia de las modificaciones en materia de solvencia, se introducen modificaciones en la definición de los fondos propios, reservas y patrimonio neto, entre otros, para mantener la homogeneidad entre ambas circulares. Con ese mismo criterio, se actualiza la existencia de influencia significativa en una entidad o grupo consolidable, que se evidenciará, entre otras, en las siguientes situaciones: 1) representación en el consejo de administración, u órgano equivalente de dirección de la entidad participada; 2) participación en el proceso de fijación de políticas, incluyendo las relacionadas con los dividendos y otras distribuciones; 3) existencia de transacciones significativas entre la entidad inversora y la participada; 4) intercambio de personal de la alta dirección, y 5) suministro de información técnica de carácter esencial.

En el análisis para determinar si existe influencia significativa sobre una entidad, también se tomará en cuenta la importancia de la inversión en la participada, la antigüedad en los órganos de gobierno de la participada y la existencia de derechos de voto potenciales convertibles o ejercitables en la fecha a que se refieren los estados financieros. También se presumirá, salvo prueba en contrario, que existe influencia significativa cuando la entidad inversora, individualmente o junto con las restantes entidades del grupo, posean, al menos, el 20 % de los derechos de voto de la participada.

Finalmente, se introduce una serie de modificaciones técnicas necesarias para una aplicación más eficiente de la Circular 7/2008, aclarando y precisando algunos conceptos y modificando otros para facilitar la aplicación de las normas contables. Entre otras, las referidas al fondo de comercio, a las coberturas de inversiones netas en un negocio en el extranjero, a la identificación de activos no financieros deteriorados y a los activos no corrientes mantenidos para la venta.

La Circular entró en vigor el 1 de enero.

Empresas de servicios de inversión: folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo

Se ha publicado la *Circular 7/2011, de 12 de diciembre*, de la CNMV (BOE del 24), sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo.

La Circular, haciendo uso de las habilitaciones contenidas en la Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio⁶⁴, completa el nuevo marco regulatorio en el ámbito de las relaciones entre clientes minoristas y entidades prestadoras de servicios de inversión, resultante de la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004⁶⁵, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID). Asimismo, deroga la Circular 1/1996, sobre

63 Dichos supuestos son los siguientes: 1) cuando una ESI ejerza una influencia significativa en una o varias ESI o entidades financieras, sin poseer sin embargo una participación u otros vínculos de capital en estas entidades, y 2) cuando dos o más ESI o entidades financieras se encuentren bajo dirección única, sin que esta deba haber sido establecida por contrato o por medio de cláusulas estatutarias.

64 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2010», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2010, Banco de España, pp. 186 y 187.

65 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2004», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2004, Banco de España, pp. 130-134.

normas de actuación, transparencia e identificación en las operaciones del mercado de valores, y la 2/2000, sobre modelos normalizados de contratos-tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, y otros desarrollos que todavía permanecían vigentes.

Se desarrolla el régimen de transparencia con los clientes, en ciertos aspectos, como los siguientes:

- 1) Se establecen la forma de elaboración y su remisión electrónica de los folletos informativos de tarifas máximas aplicables a clientes minoristas, lo que permite mejorar notablemente el trámite, control y publicidad de las informaciones que recibe la CNMV, así como el tratamiento electrónico de los datos recibidos de las entidades, facilitando su comparabilidad.
- 2) Se concretan las bases de cálculo y conceptos de algunas de las operaciones más habituales que se prestan a los clientes minoristas, como son la intermediación en valores de renta variable en mercados nacionales y extranjeros, la custodia y administración de instrumentos financieros (sin alcanzar el ejercicio de los derechos correspondientes a estos instrumentos), la gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión. A tal efecto, el modelo de folleto consta de una parte fija, en la que se recogerán de forma homogénea las tarifas aplicables a las operaciones anteriormente mencionadas, y una parte variable, en la que cada entidad recogerá las tarifas por otras operaciones o servicios que pudieran prestar. Con ello se pretende que los inversores dispongan de elementos suficientes de juicio para valorar que las tarifas se ajusten al principio de proporcionalidad con la calidad del servicio prestado. Las comisiones aplicables a inversores profesionales, no incluidos en el ámbito establecido en la Orden EHA 1665/2010, se determinarán libremente entre las partes, sin que hayan de someterse al régimen que regula los folletos informativos de tarifas.
- 3) En el ámbito de los contratos-tipo, una vez que no existe el control previo de la CNMV respecto a su contenido, se desarrollan sus contenidos obligatorios, regulando expresamente aquellos aspectos que la práctica supervisora y las reclamaciones y consultas de clientes han puesto de manifiesto que requerían de mayor transparencia y no eran adecuadamente comprendidos por los inversores. En particular, se establece el contenido específico de los contratos-tipo de custodia y administración de instrumentos financieros y de gestión individualizada de carteras
- 4) En relación con la publicidad, se establece la necesaria puesta a disposición de los clientes o potenciales clientes tanto de los folletos informativos de tarifas como de los contratos-tipo en todas sus oficinas de atención a clientes, incluidos los agentes externos, y en su página web, en sitio de fácil acceso. Además, se faculta a la CNMV para difundir los datos contenidos en la parte fija del folleto.

Por otro lado, se añade un nuevo estado, que las ESI remitirán a la CNMV sobre la información reservada⁶⁶ de las ESI que presten de servicios de inversión, con el fin de conocer las tarifas que se aplican efectivamente a los clientes en las operaciones más habituales.

⁶⁶ Se solicita información sobre la media y el valor más frecuente de las comisiones realmente cobradas a los clientes, así como los máximos y mínimos de los intervalos extremos.

Por último, se modifican los estados que contienen la información complementaria necesaria para la determinación de la aportación al Fondo de Garantía de Inversiones de las sociedades gestoras de IIC y de las ESI, contenidos en la Circular 7/2008.

La Circular entrará en vigor el 24 de junio de 2012.

Instituciones de inversión colectiva: modificación de su normativa

Se ha publicado la *Ley 31/2011, de 4 de octubre* (BOE del 5), que modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre⁶⁷, de instituciones de inversión colectiva (IIC) para adaptarla a la reciente normativa comunitaria⁶⁸.

En el cuadro 5 se recogen las novedades más sustanciales en relación con la normativa anterior.

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO

Se introducen ciertas mejoras técnicas y diversas precisiones en cuanto a los requisitos de acceso y ejercicio de la actividad de las IIC. En concreto, en las sociedades de inversión se amplía la exigencia de la reconocida honorabilidad empresarial o profesional no solo para los miembros del consejo de administración, sino también para aquellas personas físicas que representen a personas jurídicas en los consejos. Además, se matiza el concepto de «honorabilidad empresarial y profesional» de forma similar al exigido para las entidades de crédito. Así, se aprecia su concurrencia en aquellas personas que hayan tenido una trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulen la actividad económica y la vida de los negocios, así como a las buenas prácticas comerciales y financieras.

MODIFICACIÓN DE LA ACTIVIDAD TRANSFRONTERIZA

Gestión transfronteriza

La principal novedad consiste en introducir el pasaporte comunitario para la gestión transfronteriza de los fondos de inversión⁶⁹, tal como prevé la Directiva 2009/65/CE. De este modo, las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) podrán gestionar fondos de inversión en otros Estados miembros, ya sea estableciendo una sucursal o mediante la libre prestación de servicios.

La gestión transfronteriza tiene una doble vertiente: actividad en el exterior de SGIIC españolas y actividad en España de SGIIC extranjeras. Además, la normativa establece requisitos diferentes según se trate de SGIIC comunitarias o extracomunitarias. También establece diferentes procedimientos para la apertura de sucursales y la libre prestación de servicios, y contiene requisitos adicionales para la gestión de IIC en el país de destino.

En todo caso, debe observarse que con la nueva regulación la prestación de servicios en otro Estado miembro por una SGIIC comunitaria no requiere autorización alguna por la autoridad supervisora del país de destino; solo se exige la remisión de determinada información por la autoridad supervisora del país de origen.

67 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 82-85.

68 Concretamente para transponer la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (refundiendo en un solo texto la Directiva 85/611/CEE), y la Directiva 2010/78/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Bancaria Europea, de la de Seguros y Pensiones de Jubilación, y la de Valores y Mercados.

69 Las sociedades gestoras y los fondos de inversión y las sociedades de inversión armonizados ya disfrutaban de un pasaporte comunitario para la comercialización transfronteriza de sus acciones y participaciones. La novedad consiste en introducir el pasaporte para la propia gestión transfronteriza de fondos entre los Estados miembros de la UE.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre

Ley 31/2011, de 4 de octubre

Actualización del régimen jurídico	
Se exige una reconocida honorabilidad empresarial o profesional a quienes ostenten cargos de administración o dirección en la entidad.	Reconocida honorabilidad empresarial o profesional de las personas físicas que representen a personas jurídicas en los consejos de administración.
No se contempla.	Concurrencia de honorabilidad empresarial y profesional de los miembros del consejo de administración, de forma similar a las entidades de crédito.
Ampliación de la actividad transfronteriza	
No se contempla.	Pasaporte comunitario para la gestión transfronteriza de los fondos de inversión, de modo que las SGIIIC podrán gestionar fondos de inversión en otros Estados miembros.
La comercialización transfronteriza exigía informar a la autoridad competente del Estado miembro de origen, así como la presentación de una serie de documentación ante la autoridad competente del Estado miembro de acogida.	Se simplifica el trámite: se reduce la documentación y solo se precisa la notificación entre autoridades competentes. Se reducen los plazos para la comercialización de las acciones y participaciones de las IIC, y se suprime la necesidad de comunicación de la IIC a la autoridad competente del Estado miembro de acogida.
Refuerzo de la protección del inversor	
Existencia de un folleto completo y de un folleto simplificado. Este último contiene, de forma resumida, información sobre la IIC, sobre los objetivos del fondo o sociedad y sobre la política de inversión, con una breve evaluación del perfil de riesgo de IIC.	Se sustituye el folleto simplificado por «el documento con los datos fundamentales para el inversor», que incluye los datos esenciales de las IIC, de forma abreviada y fácilmente comprensibles para el inversor medio, sin necesidad de recurrir a otros documentos.
Se preveía el envío de forma gratuita del informe anual, semestral y, en su caso, el trimestral por medios telemáticos, cuando así lo solicitara el partícipe o accionista.	Se amplía el envío gratuito por medios telemáticos para todas las comunicaciones que se deben realizar a los partícipes y accionistas.
No se contempla.	Las SGIIIC que gestionen fondos y sociedades establecidos en otro Estado miembro de la UE deberán atender y resolver las quejas o reclamaciones en la lengua o en una de las lenguas oficiales del Estado miembro de origen de la IIC.
No se contempla de manera específica, y se limita al intercambio de información entre las autoridades supervisoras competentes.	Fortalecimiento de los mecanismos de cooperación, consulta, intercambio de información y secreto profesional entre las autoridades supervisoras competentes, y con la Autoridad Europea de Valores y Mercados.
Mejora de la competitividad del sector	
No se contempla.	Posibilidad de utilizar cuentas globales para la comercialización en España de fondos domiciliados en nuestro país.
No se contempla.	Posibilidad de que las IIC puedan ceder en garantía parte de los activos incluidos en su patrimonio.
Posibilidad de que las SGIIIC puedan comercializar acciones o participaciones de IIC a través de agentes o apoderados.	Además, la posibilidad de que las SGIIIC puedan comercializar acciones o participaciones de IIC mediante entidades autorizadas para la prestación de servicios de inversión o a través de otras SGIIIC.

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

Comercialización transfronteriza

Se simplifica el régimen de comercialización transfronteriza dentro del ámbito de la UE. Con la anterior normativa, la comercialización transfronteriza exigía informar a la autoridad competente del Estado miembro de origen, y presentar una serie de documentación ante la autoridad competente del Estado miembro de acogida, lo cual dilatava considerablemente este trámite. A partir de ahora, además de reducir la documentación⁷⁰, el procedimiento pasará por la notificación entre autoridades competentes de la solicitud de la SGIIIC y de la comprobación exclusivamente por parte de la autoridad competente del Estado miembro de origen del cumplimiento de los requisitos necesarios para vender acciones o participaciones de IIC a inversores de Estados miembros distintos de aquel en el que se encuentra domiciliada la IIC. También se reducen los plazos para poder

⁷⁰ Además del escrito de notificación, la IIC solo deberá presentar el reglamento del fondo de inversión o los documentos constitutivos de la sociedad, su folleto, el último informe anual y, en su caso, el informe semestral sucesivo, el documento con los datos fundamentales para el inversor y el certificado acreditativo de que cumple las condiciones impuestas por la Directiva 2009/65/CE.

iniciar la comercialización de las acciones y participaciones de las IICC⁷¹, y se suprime la necesidad de comunicación de la IIC a la autoridad competente del Estado miembro de acogida.

En consonancia con el apartado siguiente (refuerzo de la protección del inversor), las IIC domiciliadas en los Estados miembros proporcionarán a los inversores radicados en otro Estado miembro, distinto del de origen, toda la información y documentación en la forma establecida en la Ley y en su normativa de desarrollo. Entre otros, el reglamento del fondo de inversión o la escritura de constitución de la sociedad de inversión, los datos fundamentales para el inversor, el folleto y los informes anual y semestral, así como sus modificaciones.

Finalmente, se establece un marco de supervisión y cooperación entre las autoridades competentes en los Estados miembros para las IIC que comercializan transfronterizamente.

REFUERZO DE LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR

Lo más relevante es la introducción de un nuevo documento informativo, denominado «el documento con los datos fundamentales para el inversor»⁷², que sustituye al anterior folleto simplificado, presentando dos novedades sustanciales respecto a este: por una parte, se normaliza con el objetivo de hacer perfectamente comparables los fondos y sociedades armonizados de cualquier Estado miembro. Por otra, incluye únicamente los datos esenciales de las IIC, que se presentarán de forma abreviada y fácilmente comprensibles para el inversor medio, con el 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 documentos⁷³.

Se recogen nuevos supuestos relativos a modificaciones del reglamento de gestión de un fondo de inversión, como son: el establecimiento o la elevación de las comisiones, las modificaciones en la periodicidad del cálculo del valor liquidativo, la transformación en una IIC por compartimentos o en compartimentos de otras IIC, la sustitución del depositario, y los demás supuestos que se determinarán reglamentariamente. Al igual que los anteriores, deberán ser autorizados por la CNMV y comunicados por la SGIC a los partícipes con carácter previo a su entrada en vigor.

Las comunicaciones exigidas por la Ley o por su normativa de desarrollo que se deban realizar a los partícipes o a los accionistas deberán efectuarse por medios telemáticos, cuando así lo elija expresamente el inversor⁷⁴.

Por otro lado, se establece la obligación a las SGIC que gestionen fondos y sociedades establecidos en otro Estado miembro de la UE de atender y resolver las quejas o reclamaciones en la lengua o en una de las lenguas oficiales del Estado miembro de origen del fondo o sociedad.

71 Antes había que esperar, al menos, dos meses desde la presentación de la documentación, salvo resolución motivada denegándola, mientras que con la nueva norma la comercialización se podrá realizar a partir de que la autoridad competente del Estado miembro de origen comunica a la IIC que ha remitido a la del Estado miembro de acogida el escrito de notificación, junto con la documentación requerida.

72 El documento con los datos fundamentales para el inversor proporcionará, entre otras, la siguiente información: identificación de la IIC; una descripción sucinta de sus objetivos de inversión y su política de inversión; una presentación de los rendimientos históricos o, si procede, escenarios de rentabilidad; los costes y gastos asociados, y el perfil riesgo/remuneración de la inversión, con orientaciones y advertencias apropiadas en relación con los riesgos asociados a las inversiones en la IIC.

73 El folleto y el documento con los datos fundamentales para el inversor podrán facilitarse en un soporte duradero o a través de la página web de la sociedad de inversión o de la sociedad de gestión. Previa solicitud, se entregará gratuitamente a los inversores un ejemplar en papel de dichos documentos.

74 Anteriormente, solo se preveía el envío de forma gratuita del informe anual, semestral y, en su caso, el trimestral por medios telemáticos cuando así lo solicitara el partícipe o accionista.

Otra vía de protección del inversor viene derivada por el fortalecimiento de los mecanismos de cooperación, consulta, intercambio de información y secreto profesional entre las autoridades supervisoras competentes, similar a la establecida para las entidades de crédito. Así, la CNMV cooperará con las autoridades competentes de los Estados miembros y con la Autoridad Europea de Valores y Mercados para llevar a cabo las funciones establecidas en esta Ley.

También prestará ayuda a las autoridades competentes de los demás Estados miembros para facilitar la información necesaria para el desempeño por estas autoridades de sus funciones, así como colaborar en actividades de investigación o supervisión. Del mismo modo, podrá pedir la cooperación de la autoridad competente de otro Estado miembro en una actividad de supervisión, para una verificación *in situ* o una investigación en el territorio de este último, en el marco de las competencias conferidas en esta Ley y su normativa de desarrollo.

Finalmente, la CNMV podrá exigir la suspensión temporal de la emisión, el reembolso o la recompra de las participaciones o acciones de las IIC autorizadas en España, cuando no sea posible la determinación de su precio o concurran otras causas de fuerza mayor.

AUMENTO DE LA
COMPETITIVIDAD
DEL SECTOR

Una novedad esencial de cara a reforzar la competitividad de nuestra industria de inversión es la posibilidad de utilizar cuentas globales para la comercialización en España de fondos domiciliados en nuestro país, de forma similar a las IIC extranjeras que vienen utilizando este mecanismo de comercialización, para lo cual deberán cumplir una serie de requisitos⁷⁵.

En esta línea de reforzamiento de la competitividad, se otorga la posibilidad de que las IIC puedan ceder en garantía parte de los activos incluidos en su patrimonio, mejorando así sus posibilidades de financiación, especialmente mediante acuerdos marco de compensación contractual. A lo largo del articulado, se establecen otras medidas de fomento de la competitividad de nuestra industria, reduciendo las cargas administrativas y flexibilizando los procedimientos.

Por otro lado, se permite a las SGIC la posibilidad de comercializar acciones o participaciones de IIC, bien a través de agentes o apoderados, bien mediante entidades autorizadas para la prestación de servicios de inversión o a través de otras SGIC. Dichas participaciones deberán figurar en el registro de partícipes de la SGIC a nombre del partícipe, identificado, al menos, por su número de identificación fiscal y por el comercializador a través del que haya adquirido dichas participaciones. Cada comercializador deberá llevar un registro identificativo de los partícipes que hayan suscrito participaciones a través de él⁷⁶.

75 Entre otros requisitos, cabe señalar los siguientes: a) la entidad comercializadora comunicará, según la frecuencia con la que el fondo atienda la suscripción y el reembolso de sus participaciones, a la correspondiente SGIC cada una de las operaciones de suscripción y reembolso, identificando a cada uno de los partícipes canalizados a través del comercializador mediante el número de identificación fiscal correspondiente a cada uno de ellos; b) en los contratos que se celebren entre la SGIC y la comercializadora deberá establecerse la obligación para esta última de proporcionar, al menos, el número de identificación fiscal de cada partícipe canalizado a través de dicha comercializadora, a efectos del cumplimiento de las obligaciones materiales y formales de carácter tributario que corresponden a la entidad gestora, y c) en estos contratos deberá establecerse que sea la comercializadora la que remita a la CNMV toda la información, en relación con los partícipes de la IIC canalizados a través de aquella, que, conforme a la normativa vigente, deba remitir la SGIC a dicha autoridad, siempre y cuando la SGIC no disponga de dicha información.

76 Reglamentariamente, se podrá establecer que, de forma alternativa al sistema de identificación, se encomiende la llevanza del registro centralizado de partícipes a una tercera entidad.

Se añaden nuevos supuestos de suspensión⁷⁷ y de revocación⁷⁸ de la autorización de las SGIIC. En caso de que la SGIIC lleve a cabo las funciones de administración, representación, gestión de las inversiones y gestión de las suscripciones y reembolsos de IIC autorizadas en otro Estado miembro de la UE, la autoridad competente del Estado miembro de acogida (la CNMV en el caso español) consultará a las autoridades competentes del Estado miembro de origen de la IIC antes de retirar la autorización. Si fuera la revocación de la autorización de una SGIIC con domicilio en un Estado no miembro de la UE supondrá también la revocación de la autorización de la sucursal operante en España. En este supuesto, además, la CNMV adoptará las medidas pertinentes para que la entidad no inicie nuevas actividades en España y se salvaguarden los intereses de los inversores.

Por último, se actualiza el régimen sancionador de las IIC, añadiendo nuevos supuestos de infracciones graves y muy graves, y la imposición de las sanciones correspondientes.

La Ley entró en vigor el 6 de octubre.

Instituciones de inversión colectiva: modificación de las normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada

Se ha publicado la *Circular 4/2011, de 16 de noviembre*, de la CNMV (BOE del 6 de diciembre), por la que se modifica parcialmente la Circular 4/2008, de 11 de septiembre⁷⁹, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de las IIC y del estado de posición.

Con motivo de la sustitución del folleto simplificado por los datos fundamentales para el inversor (DFI), es necesario adaptar determinada información que actualmente figura en la información pública periódica para que se encuentre en línea con lo previsto en los DFI. En concreto, dicha información se refiere a la ratio de gastos (conocida hasta ahora como TER o *Total Expense Ratio*), expresados en porcentaje sobre su patrimonio medio, a la que se da una nueva definición⁸⁰, y la comisión de gestión sobre resultados, la cual deberá ser informada de manera independiente. Adicionalmente, los DFI exigen que se publique un gráfico con la rentabilidad histórica de la IIC, que, aunque no forme parte de la información pública periódica, será remitido de manera conjunta con la misma.

Por otro lado, se incluye la obligación de que las gestoras informen de la existencia de costes derivados del servicio de análisis, de las circunstancias y de otra información relevante, que hayan motivado, en su caso, la creación de una IIC o compartimento de propósito especial, así como, en caso de disolución y liquidación de los FII, de los aspectos más relevantes de este proceso.

En cuanto a la operativa con instrumentos derivados⁸¹, se establece la obligación de las IIC de detallarla en la información pública periódica. Adicionalmente, deberán especificar

77 Los nuevos supuestos son: el incumplimiento de las obligaciones en relación con los registros, el incumplimiento de las obligaciones con el Fondo de Garantía de Inversiones y el concurso de la entidad.

78 Las nuevas causas por las que se puede revocar la autorización son: el incumplimiento grave y sistemático de las obligaciones en relación con los registros, el incumplimiento durante tres meses de las obligaciones con el Fondo de Garantía de Inversiones, y cuando el informe de auditoría de las cuentas anuales se haya emitido con opinión denegada.

79 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008», *Boletín Económico*, enero de 2009, Banco de España, pp. 146 y 147.

80 En el numerador se incluirán los gastos directos que soporte la IIC, a excepción de la comisión de gestión sobre resultados, entre los que se incluirán: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, tasas de permanencia en los Registros de la CNMV, gastos por servicios exteriores (salvo gastos de financiación), más cualquier otro gasto de gestión corriente soportado por la IIC, sin incluir las comisiones derivadas de la adquisición o venta de sus activos financieros ni cualquier otro gasto que corresponda a pagos realizados directamente por el partícipe o socio, como, por ejemplo, las comisiones de suscripción y reembolso.

81 Bien con la finalidad de cobertura de riesgos o de inversión, bien en el marco de la gestión encaminada a la consecución de un objetivo de rentabilidad.

el método elegido para la medición de la exposición total al riesgo de mercado (compromiso, VaR absoluto o VaR relativo), así como de los niveles de VaR máximo, mínimo, medio y del apalancamiento existente al final del período de referencia.

La Circular entró en vigor el 31 de diciembre.

Modificación de las normas contables de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, con la exclusión del Banco de España, de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, de la Sociedad de Sistemas y de otras entidades

Se ha publicado la *Circular 6/2011, de 12 de diciembre*, de la CNMV (BOE del 23), por la que se modifica la Circular 9/2008, de 10 de diciembre⁸², sobre normas contables, estados financieros de información reservada y pública, y cuentas anuales de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, con la exclusión del Banco de España, de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, de la Sociedad de Sistemas, de las entidades de contrapartida central, de la Sociedad de Bolsas, de las sociedades que tengan la titularidad de todas las acciones de organismos rectores de los mercados secundarios oficiales y de sistemas multilaterales de negociación, y de otros sistemas de compensación y liquidación de los mercados que se creen al amparo de lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.

La Circular introduce diferentes mejoras. Así, en primer lugar, recoge, por primera vez, los modelos de estados financieros intermedios consolidados públicos y de cuentas anuales consolidadas. Igualmente, se actualizan los modelos de estados financieros consolidados reservados.

En segundo lugar, se introducen diversas mejoras de carácter técnico en la estructura de los datos contenidos en los modelos de estados financieros y de información complementaria, así como en los procedimientos, plazos y formalidades de remisión y publicación de la información, todas ellas aconsejadas por la experiencia, por el análisis comparado con otras jurisdicciones y por la práctica desarrollada desde su entrada en vigor. Así, se han eliminado diversos datos de los estados mensuales y trimestrales cuyo balance coste/utilidad se ha demostrado en la práctica poco razonable: se han simplificado las formalidades de certificación de la aprobación de los estados intermedios públicos y su publicidad; se ha suprimido la obligación de presentar estados intermedios individuales públicos en aquellas entidades integradas en un grupo que presente estados intermedios consolidados públicos y, al tiempo, se han ampliado los plazos de remisión de todos los estados financieros e información complementaria trimestrales, tanto reservados como públicos.

Finalmente, se han reestructurado los desgloses de la información reservada sobre ingresos, siendo los cambios más reseñables la adición de un nuevo segmento dedicado a la actividad de compensación y contrapartida central en previsión de que se constituyan en territorio español ECC en un futuro próximo, así como la reordenación de los restantes segmentos de ingresos y la reagrupación de algunos de ellos con segmentos afines dentro de una misma actividad operativa.

La Circular entró en vigor el 1 de enero.

Contratos de crédito al consumo: actualización de la normativa comunitaria

Se ha publicado la *Directiva 2011/90/UE, de la Comisión, de 14 de noviembre* (DOUE del 15), por la que se modifica la parte II del anexo I de la Directiva 2008/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril⁸³, relativa a los contratos de crédito al consumo.

⁸² Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2009», *Boletín Económico*, abril de 2009, Banco de España, pp. 162-164.

⁸³ Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, abril de 2008, Banco de España, pp. 175-177.

La nueva Directiva establece supuestos adicionales para calcular la TAE, dado que los supuestos establecidos en la Directiva 2008/48/CE son insuficientes, y ya no se ajustan en determinadas circunstancias a la situación comercial del mercado.

En concreto, se introducen nuevos supuestos en los créditos de duración indefinida⁸⁴. En estos casos, a efectos de cálculo de la TAE, se presumirá que: 1) el crédito se concede por un período de un año desde la fecha de la disposición de fondos inicial; 2) el consumidor devuelve el crédito en doce plazos mensuales iguales, y 3) el pago final realizado por el consumidor liquida el saldo de capital, intereses y otros gastos.

Por otro lado, se adoptan ciertos supuestos adicionales para los créditos con duración determinada. En concreto, para los casos siguientes: 1) cuando no se conozca la fecha de celebración del contrato de crédito; 2) cuando no puedan determinarse la fecha o el importe de un pago que debe efectuar el consumidor, y 3) cuando el contrato de crédito establece diferentes formas de disposición de fondos con diferentes tasas o tipos deudores.

Los Estados miembros adaptarán sus ordenamientos jurídicos al contenido de la nueva Directiva antes del 31 de diciembre de 2012, y las disposiciones mediante las que lo hagan se aplicarán a partir del 1 de enero de 2013.

Medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre* (BOE del 31), de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público.

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

MEDIDAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO

Respecto al ejercicio indirecto de la actividad financiera de las cajas de ahorros, contemplado en el Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio⁸⁵, se preveía que las cajas de ahorros podían desarrollar su objeto propio como entidad de crédito a través de una entidad bancaria a la que aportarían todo su negocio financiero. Además, se contemplaba el supuesto de que si la caja de ahorros redujera su participación de modo que no alcanzara el 50 % de los derechos de voto de la entidad de crédito, debía renunciar a la autorización para actuar como entidad de crédito y proceder a su transformación en una fundación. Ahora se modifica dicho supuesto, de modo que la renuncia y posterior transformación deberán realizarla cuando deje de ostentar el control, en los términos previstos en el artículo 42 del Código de Comercio⁸⁶.

En relación con los sistemas institucionales de protección (SIP)⁸⁷ formados por cajas de ahorros, se precisa que la entidad central deberá ser una sociedad anónima y habrá de estar controlada conjuntamente por todas ellas.

84 Se considerarán contratos de crédito de duración indefinida aquellos que no tienen duración fija e incluyen créditos que deben reembolsarse en su totalidad dentro o después de un período, pero que, una vez devueltos, vuelven a estar disponibles para una nueva disposición de fondos.

85 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2010», *Boletín Económico*, octubre de 2010, Banco de España, pp. 161-166.

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

87 Los SIP fueron regulados por el Real Decreto Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, y adaptados para las cajas de ahorros mediante el Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros.

En el IRPF, se establece un gravamen complementario a la cuota íntegra estatal, que se aplicará en los períodos impositivos 2012 y 2013⁸⁸. Así, la cuota íntegra estatal se incrementará de forma progresiva conforme a una determinada escala, desde el 0,75 % (para bases hasta 17.707,20 euros) hasta el 7 % (para bases a partir de 300.000,20 euros).

Para ese período también se introduce un gravamen complementario a la base liquidable del ahorro. Así, se incrementará de forma progresiva conforme a una determinada escala, desde el 2 % (para bases hasta 6.000 euros) hasta el 6 % (para bases a partir de 24.000 euros).

Se recupera la deducción por inversión en vivienda habitual, sin establecer límite de renta por el contribuyente (antes se podía aplicar si el perceptor obtenía rentas inferiores a 24.107,20 euros). La base máxima de esta deducción continúa siendo de 9.040 euros anuales y estará constituida por las cantidades satisfechas para la adquisición o rehabilitación de la vivienda, incluidos los gastos originados que hayan corrido a cargo del adquirente y, en caso de financiación ajena, la amortización, los intereses, el coste de los instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés variable de los préstamos hipotecarios y demás gastos derivados de la misma.

También podrán aplicar la deducción por inversión en vivienda habitual los contribuyentes que efectúen obras e instalaciones de adecuación en la misma, incluidos los elementos comunes del edificio y los que sirvan de paso necesario entre la finca y la vía pública, siendo la base máxima de esta deducción de 12.080 euros anuales y el porcentaje de deducción del 10 %, sin establecer límite de renta por el contribuyente (antes se podía aplicar si el perceptor obtenía rentas inferiores a 24.107,20 euros).

Del mismo modo, se podrá aplicar esta deducción por las cantidades que se depositen en entidades de crédito, en cuentas que cumplan los requisitos de formalización y disposición que se establezcan reglamentariamente, y siempre que se destinen a la primera adquisición o rehabilitación de la vivienda habitual, con el límite de 9.040 euros anuales, desapareciendo también el límite de renta de los 24.107,20 euros.

Dentro del impuesto sobre sociedades, se proroga para el ejercicio 2012 una serie de medidas cuya vigencia finalizaba el 31 de diciembre de 2011. Entre ellas, el tipo de gravamen reducido en el impuesto sobre sociedades por mantenimiento o creación de empleo aplicable a las microempresas⁸⁹, y el porcentaje sobre la cuota íntegra para la modalidad de pago fraccionado a cuenta de la liquidación correspondiente, que se mantiene en el 18 %.

En cuanto al impuesto sobre la renta de no residentes, se incrementa del 24 % al 24,75 % el tipo de gravamen que se aplica con carácter general. Asimismo, se eleva del 19 % al 21 % el tipo de gravamen aplicable a los siguientes rendimientos: 1) las rentas obtenidas por establecimientos permanentes de entidades no residentes que se transfieran al extranjero; 2) los dividendos y otros rendimientos derivados de la participación en los fondos propios de una entidad; 3) los intereses y otros rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios, y 4) las ganancias patrimoniales que se pongan de manifiesto con ocasión de transmisiones de elementos patrimoniales.

⁸⁸ Las cuotas de retención se incrementarán adicionalmente en los porcentajes establecidos para la cuota estatal para ese período.

⁸⁹ Son aquellas entidades cuyo importe neto de la cifra de negocios sea inferior a cinco millones de euros y la plantilla media inferior a 25 empleados. Tributarán con arreglo a la siguiente escala: 1) por la parte de base imponible comprendida entre 0 y 300.000 euros, al tipo del 20 % para los períodos impositivos iniciados dentro de los años 2011 y 2012, y 2) por la parte de base imponible restante, al 25 %.

En el impuesto sobre el valor añadido, se prorroga para el ejercicio 2012 otra medida cuya vigencia finalizaba el 31 de diciembre de 2011. En concreto, el tipo reducido del 4 % (en lugar del 8 % habitual) a las ventas de viviendas.

En el impuesto sobre bienes inmuebles, se establece un incremento del tipo impositivo, de carácter transitorio y excepcional durante los ejercicios 2012 y 2013. Dicho incremento resultará conforme a los siguientes porcentajes: a) el 10 % para los municipios que hayan sido objeto de un procedimiento de valoración colectiva de carácter general para bienes inmuebles urbanos como consecuencia de una ponencia de valores⁹⁰ total aprobada con anterioridad al año 2002, no pudiendo resultar el tipo de gravamen mínimo y supletorio inferior al 0,5 % en 2012 y al 0,6 % en 2013; 2) el 6 % para los municipios que hayan sido objeto de un procedimiento de valoración colectiva de carácter general para bienes inmuebles urbanos como consecuencia de una ponencia de valores total aprobada entre 2002 y 2004, no pudiendo resultar el tipo de gravamen mínimo y supletorio inferior al 0,5 %, y 3) el 4 % para los municipios que hayan sido objeto de un procedimiento de valoración colectiva de carácter general para bienes inmuebles urbanos como consecuencia de una ponencia de valores total aprobada entre 2008 y 2011.

No será de aplicación a los municipios cuyas ponencias de valores hayan sido aprobadas entre los años 2005 y 2007, ni tampoco tendrá efectos para el año 2013 en aquellos municipios en los que se apruebe una ponencia de valores total en 2012.

OTRAS MEDIDAS DE INTERÉS

Durante el ejercicio 2012, las Administraciones y determinadas entidades y sociedades públicas⁹¹ no podrán realizar aportaciones a planes de pensiones de empleo o contratos de seguro colectivos que incluyan la cobertura de la contingencia de jubilación.

Asimismo, durante ese período, las retribuciones del personal al servicio del sector público no podrán experimentar incremento alguno. Por su parte, las pensiones abonadas por el sistema de la Seguridad Social, en su modalidad contributiva, así como de clases pasivas del Estado, experimentarán un incremento del 1 % en 2012.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 1 de enero.

Medidas de agilización procesal

Se ha publicado la *Ley 37/2011, de 10 de octubre* (BOE del 11), de medidas de agilización procesal. Estas son de distinto signo: unas están encaminadas a garantizar derechos fundamentales de los ciudadanos, como ocurre en el caso del orden penal; otras a optimizar la gestión procesal, suprimiendo trámites innecesarios o a sustituirlos por otros más breves, y otras orientadas a limitar el uso abusivo de instancias judiciales.

Desde el punto de vista financiero y social, a continuación se detallan sucintamente las más relevantes.

Se reduce del 60 % al 50 % del valor de tasación del inmueble el importe mínimo por el que el acreedor puede pedir la adjudicación del inmueble si en el acto de la subasta no

⁹⁰ La ponencia de valores recoge los criterios, módulos de valoración, planeamiento urbanístico y demás elementos precisos para llevar a cabo la determinación del valor catastral de los bienes inmuebles.

⁹¹ Entre otras, la Administración General del Estado, sus organismos autónomos y agencias estatales, las Universidades, las Comunidades Autónomas, las Corporaciones Locales y organismos de ellas dependientes, las entidades gestoras y servicios comunes de la Seguridad Social, las sociedades mercantiles públicas, y las entidades públicas empresariales y el resto de los organismos públicos y entes del sector público estatal, autonómico y local.

hubiera ningún postor, o por la cantidad que se le deba por todos los conceptos, siempre que sea diferente de la vivienda habitual del deudor⁹².

En caso de que haya postor y la cantidad ofrecida sea inferior al 70 % del valor por el que el bien hubiera salido a subasta y el ejecutado no hubiere presentado postor, podrá el acreedor pedir la adjudicación del inmueble por el 70 % o por la cantidad que se le deba por todos los conceptos, siempre que esta cantidad sea superior a la mejor postura⁹³.

Se extiende el sistema del juicio monitorio a los juicios de desahucio por falta de pago, de modo que, en caso de que el arrendatario no desaloje el inmueble, pague o formule oposición tras el requerimiento, se pase directamente al lanzamiento, cuya fecha se le comunica en el mismo requerimiento.

Se suprime el límite cuantitativo del procedimiento monitorio (antes el límite estaba establecido en 250.000 euros), equiparándolo de este modo al proceso monitorio europeo, con el fin de evitar limitaciones de acceso a este procedimiento.

Finalmente, se excluye el recurso de apelación en los juicios verbales por razón de la cuantía, cuando esta no supere los 3.000 euros.

La Ley entró en vigor el 31 de octubre.

Reforma de la Ley Concursal

Se ha publicado la *Ley 38/2011, de 10 de octubre* (BOE del 11), de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio⁹⁴, Concursal, que introduce una serie de modificaciones con el fin de corregir errores de enfoque detectados en la práctica, y de actualizar la normativa a la vista de la experiencia y de la aplicación de la misma.

La Ley aporta al concurso: una mayor seguridad jurídica, la apertura de vías alternativas que buscan el equilibrio entre la viabilidad de la empresa y la necesaria garantía judicial, el impulso de los medios electrónicos, así como la simplificación y la agilización procesal.

Se profundiza en las «alternativas» al concurso, denominados «institutos preconcursales», ofreciendo a los concursados una solución más ágil y económica a sus crisis, a través de acuerdos de refinanciación con los acreedores⁹⁵, siempre que respondan a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad profesional o empresarial en el corto y medio plazo, y con anterioridad a la declaración del concurso.

Se incorpora a nuestro ordenamiento jurídico el llamado «privilegio del dinero nuevo», que se concreta en considerar como créditos contra la masa el 50 % de los créditos que supongan nuevos ingresos al concursado y que hayan sido concedidos en el marco de un

92 En el caso de la vivienda habitual se mantiene en el 60 % del valor de tasación del inmueble por el que el acreedor puede pedir la adjudicación del mismo. Dicho porcentaje se había elevado del 50 % al 60 % por el Real Decreto Ley 8/2011, de 1 de julio.

93 Antes se condicionaba a que esa cantidad fuera superior al 60 % de su valor de tasación y a la mejor postura.

94 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2003», *Boletín Económico*, octubre de 2003, Banco de España, pp. 101-103.

95 Los acuerdos de refinanciación deben cumplir ciertos requisitos: 1) debe ser suscrito por acreedores cuyos créditos representen, al menos, tres quintos del pasivo del deudor, y 2) debe contar con el informe favorable de un experto independiente designado a su prudente arbitrio por el registrador mercantil del domicilio del deudor. El informe del experto contendrá un juicio técnico sobre la suficiencia de la información proporcionada por el deudor, sobre el carácter razonable y realizable del plan de viabilidad y sobre la proporcionalidad de las garantías conforme a condiciones normales de mercado en el momento de la firma del acuerdo.

acuerdo de refinanciación con los acreedores, siendo los primeros en atenderse en caso de posterior liquidación de la entidad.

A igual propósito responde la consideración de créditos contra la masa de aquellos créditos concedidos al concursado nacidos tras la aprobación judicial del convenio en caso de la apertura de la fase de liquidación.

Respecto a los supuestos de exención de la prohibición de voto en la junta de acreedores⁹⁶, se amplía a las entidades financieras sometidas a supervisión cuando hubieran adquirido sus créditos después de la declaración de concurso⁹⁷.

Por otro lado, se simplifica y se agiliza el procedimiento concursal, favoreciendo la anticipación de la liquidación, impulsando y regulando un procedimiento abreviado y ofreciendo soluciones específicas en la fase común y en el convenio.

Se mejora el régimen de la publicidad registral del concurso, que se incrementa notablemente, y del Registro Público Concursal, que, a diferencia de la normativa actual, se configura como un instrumento de publicidad de los concursos, transparencia de los mismos y de garantía para todos los sujetos que puedan verse afectados.

Se refuerzan los requisitos para ser nombrado administrador concursal, permitiendo una mejor valoración por el juez del concurso de la experiencia y formación específica para el desempeño del cargo. En esta línea se sitúan dos medidas fundamentales: 1) la extensión de los supuestos en los que la administración concursal esté integrada por un único miembro, que no serán únicamente los concursos abreviados, lo cual tiene una repercusión clara en el funcionamiento de la administración, en su toma de decisiones, así como en el ahorro de costes que comportará, y 2) el reconocimiento de la persona jurídica como administrador concursal.

No obstante lo anterior, se prevé que, para los concursos de especial trascendencia que se definen en la Ley, tenga también presencia, junto con el administrador concursal, un acreedor significativo, incluso la posibilidad de designar en calidad de acreedor a las AAPP en cualquier supuesto en que concurra una causa de interés público.

Finalmente, se refuerza el régimen de los concursos conexos, sobre todo en relación con los grupos de sociedades, posibilitando la acumulación de concursos de varios deudores, que puede producirse mediante una solicitud de declaración conjunta o mediante la acumulación de concursos ya declarados.

La Ley entró en vigor el 1 de enero.

5.1.2012.

⁹⁶ Como se contempla en la normativa anterior, continúan sin derecho a voto en la junta de acreedores los titulares de créditos subordinados y los que hubieran adquirido su crédito por actos entre vivos después de la declaración del concurso, salvo las excepciones mencionadas.

⁹⁷ Antes solo se contemplaba esta posibilidad cuando la adquisición del crédito se hacía a título universal como consecuencia de una realización forzosa.

ÍNDICE

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

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España y zona del euro 4*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España: detalle 5*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Ramas de actividad. España 6*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 7*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

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

Demanda nacional y actividad

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

MERCADO DE TRABAJO

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

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	30*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	31*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro. Base 2005=100	32*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	33*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	34*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España ¹	35*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España ¹	36*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente ¹ (BE)	37*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	38*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	39*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	40*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	41*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	42*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones ¹ (BE)	43*
	7.8	Activos de reserva de España ¹ (BE)	44*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	45*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	46*
	8.2	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	47*
	8.3	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	48*
	8.4	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	49*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	50*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
	8.8	Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	53*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	54*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	55*

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

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES
DE COMPETITIVIDAD

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 56*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 57*

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

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

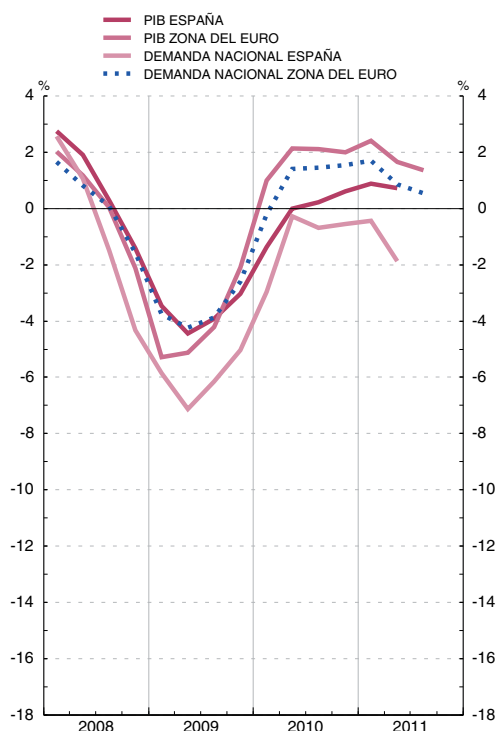
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

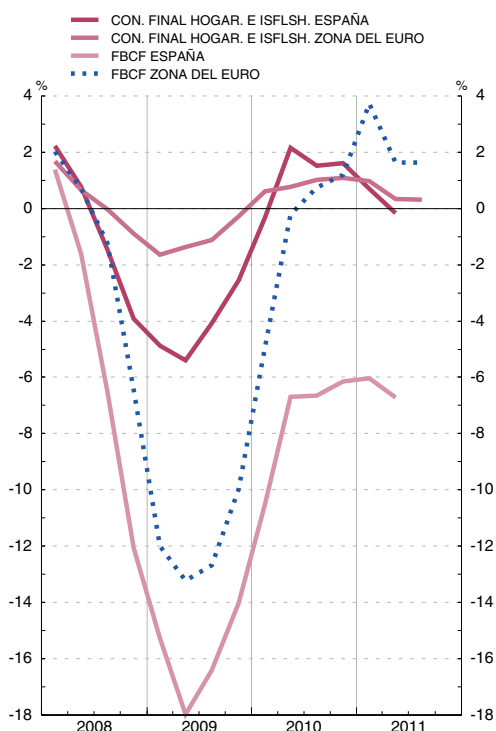
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
08	P	0,9	0,3	-0,6	0,4	5,8	2,3	-4,8	-1,2	-0,5	0,2	-1,1	0,8	-5,3	0,8	1 088	9 238
09	P	-3,7	-4,2	-4,2	-1,1	3,2	2,5	-16,0	-12,0	-6,0	-3,6	-11,6	-12,6	-17,8	-11,5	1 054	8 929
10	P	-0,1	1,8	1,2	0,9	-0,7	0,4	-7,6	-0,8	-1,1	1,0	10,3	10,9	5,4	9,1	1 063	9 154
08	///	0,3	0,0	-1,5	-0,0	6,0	2,4	-6,5	-1,2	-1,5	0,1	-3,4	0,8	-8,2	0,9	273	2 316
09	///	-1,4	-2,1	-3,9	-0,9	6,4	2,5	-12,1	-6,4	-4,3	-1,6	-7,8	-6,2	-15,6	-5,0	270	2 285
10	///	-3,5	-5,3	-4,9	-1,6	5,9	2,6	-15,3	-12,0	-5,8	-3,8	-16,5	-16,2	-21,5	-12,9	266	2 228
11	///	-4,4	-5,1	-5,4	-1,4	4,4	2,6	-18,0	-13,2	-7,1	-4,2	-15,8	-16,4	-22,2	-14,6	263	2 222
12	///	-3,9	-4,2	-4,1	-1,1	2,7	2,6	-16,4	-12,7	-6,1	-3,9	-11,0	-12,7	-17,2	-12,1	262	2 235
13	///	-3,0	-2,1	-2,6	-0,3	0,2	2,4	-14,0	-10,0	-5,0	-2,6	-2,1	-5,3	-9,2	-6,5	263	2 244
14	///	-1,4	1,0	-0,3	0,6	-1,1	1,1	-10,5	-5,0	-3,0	-0,2	9,4	7,2	2,0	4,1	264	2 256
15	///	-0,0	2,1	2,1	0,8	-0,1	0,6	-6,7	-0,2	-0,3	1,4	11,9	13,0	9,6	11,2	265	2 284
16	///	0,2	2,1	1,5	1,0	-0,7	0,3	-6,7	0,7	-0,7	1,4	9,4	11,9	5,0	10,4	266	2 304
17	///	0,6	2,0	1,6	1,1	-0,9	-0,2	-6,1	1,2	-0,6	1,5	10,5	11,5	5,3	10,7	268	2 310
18	///	0,9	2,4	0,7	1,0	2,6	0,3	-6,0	3,7	-0,4	1,7	12,1	9,7	6,3	8,1	271	2 338
19	///	0,7	1,7	-0,2	0,3	-1,0	0,1	-6,7	1,6	-1,9	0,9	8,4	6,2	-1,7	4,4	272	2 351

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



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



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

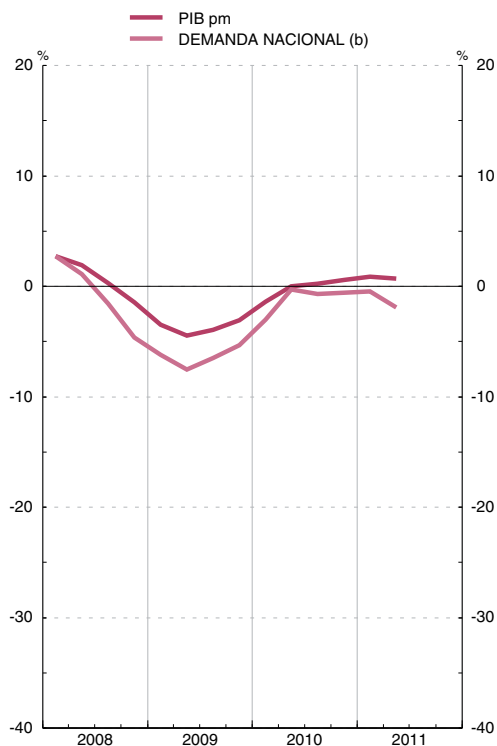
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

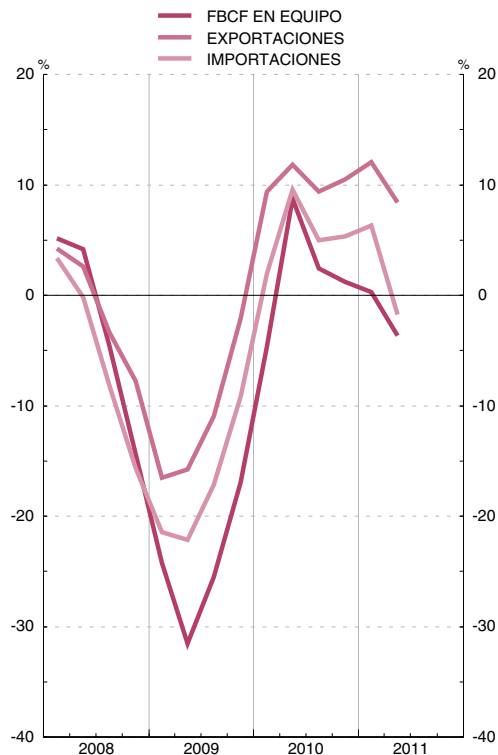
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
08	P	-4,8	-2,5	-5,9	-4,1	0,1	-1,1	-1,9	-4,3	4,6	-5,3	-6,0	-6,0	-1,6	-0,6	0,9
09	P	-16,0	-24,8	-11,9	-16,2	-0,0	-11,6	-12,5	-9,6	-10,0	-17,8	-19,2	-13,4	-12,5	-6,4	-3,7
10	P	-7,6	1,8	-11,1	-8,2	0,1	10,3	13,6	2,5	5,5	5,4	6,2	2,6	3,1	-1,1	-0,1
08	III	-6,5	-4,6	-7,5	-6,0	0,2	-3,4	-2,8	-4,7	-4,2	-8,2	-9,3	-11,6	-2,2	-1,6	0,3
	IV	-12,1	-14,4	-11,1	-11,7	0,1	-7,8	-10,6	-10,1	5,4	-15,6	-18,0	-13,1	-4,6	-4,6	-1,4
09	I	-15,3	-24,2	-12,2	-12,1	0,0	-16,5	-20,0	-13,9	-5,3	-21,5	-23,7	-19,5	-11,1	-6,2	-3,5
	II	-18,0	-31,5	-12,0	-16,9	-0,0	-15,8	-18,4	-9,4	-10,9	-22,2	-24,4	-18,3	-12,0	-7,5	-4,4
	III	-16,4	-25,5	-11,7	-18,7	-0,0	-11,0	-11,5	-9,3	-10,2	-17,2	-18,4	-8,7	-13,5	-6,5	-3,9
	IV	-14,0	-16,9	-11,9	-17,2	-0,1	-2,1	2,1	-5,4	-13,3	-9,2	-8,3	-5,6	-13,4	-5,3	-3,0
10	I	-10,5	-4,6	-11,4	-15,8	0,0	9,4	14,7	-0,2	0,1	2,0	3,0	-0,7	-1,4	-3,0	-1,4
	II	-6,7	8,7	-11,3	-11,0	0,1	11,9	16,3	0,2	6,8	9,6	10,4	2,8	7,5	-0,3	-0,0
	III	-6,7	2,4	-11,2	-3,0	0,1	9,4	11,3	5,8	5,8	5,0	5,8	4,9	1,6	-0,7	0,2
	IV	-6,1	1,2	-10,6	-1,5	0,1	10,5	12,3	4,4	9,5	5,3	5,6	3,2	5,0	-0,6	0,6
11	I	-6,0	0,3	-10,4	-0,4	0,0	12,1	15,8	4,6	4,3	6,3	7,4	-2,2	3,6	-0,4	0,9
	II	-6,7	-3,7	-9,3	-2,7	-0,1	8,4	8,5	9,0	7,7	-1,7	-1,1	-6,9	-3,3	-1,9	0,7

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



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

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

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

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

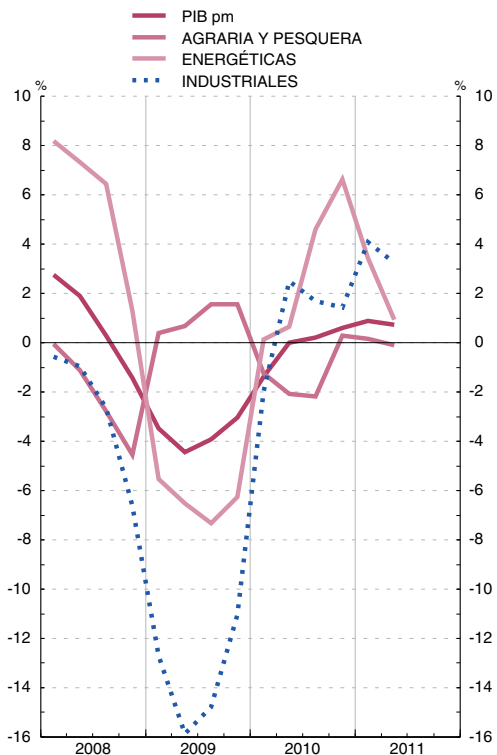
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

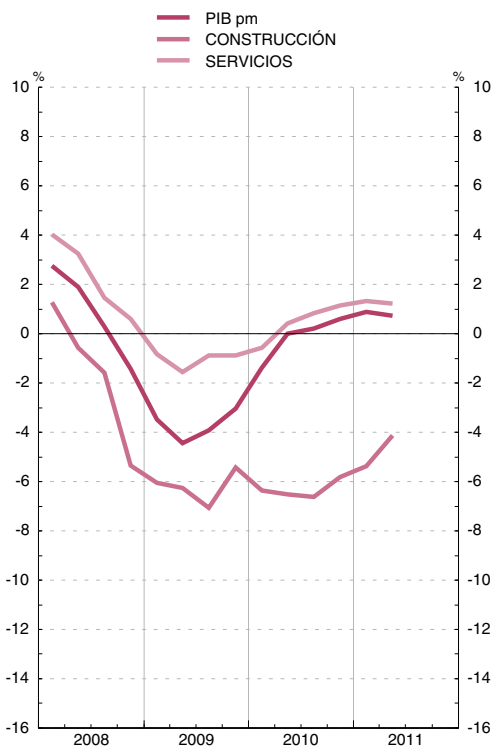
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							6	7	8			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
08	P	0,9	-2,1	5,8	-2,7	-1,6	2,3	1,7	4,7	-1,3	-1,0	-0,7
09	P	-3,7	1,0	-6,4	-13,6	-6,2	-1,0	-1,9	2,1	-5,0	-9,9	-7,4
10	P	-0,1	-1,3	3,0	0,9	-6,3	0,5	0,4	0,8	-0,7	14,4	1,9
08	III	0,3	-2,8	6,4	-2,6	-1,6	1,5	0,7	4,3	-2,0	-3,1	-1,2
	IV	-1,4	-4,6	1,3	-6,6	-5,4	0,6	-0,2	3,6	-3,6	-6,7	-1,3
09	I	-3,5	0,4	-5,5	-12,7	-6,1	-0,8	-1,8	2,5	-4,8	-10,6	-7,2
	II	-4,4	0,7	-6,5	-15,9	-6,3	-1,6	-2,6	2,2	-6,0	-12,3	-8,1
	III	-3,9	1,6	-7,3	-14,8	-7,1	-0,9	-1,7	2,0	-5,2	-10,7	-8,4
	IV	-3,0	1,6	-6,3	-11,0	-5,4	-0,9	-1,6	1,6	-4,0	-5,7	-6,1
10	I	-1,4	-1,2	0,1	-2,0	-6,4	-0,6	-1,0	0,7	-2,1	3,1	0,6
	II	-0,0	-2,1	0,6	2,5	-6,5	0,4	0,3	0,9	-0,3	12,7	4,3
	III	0,2	-2,2	4,6	1,7	-6,6	0,8	0,9	0,7	-0,4	19,7	1,6
	IV	0,6	0,3	6,6	1,4	-5,8	1,1	1,3	0,7	-	22,7	1,1
11	I	0,9	0,2	3,4	4,1	-5,4	1,3	1,5	0,9	1,1	15,7	-4,3
	II	0,7	-0,1	0,9	3,2	-4,1	1,2	1,4	0,5	-0,1	3,7	-3,2

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



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

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

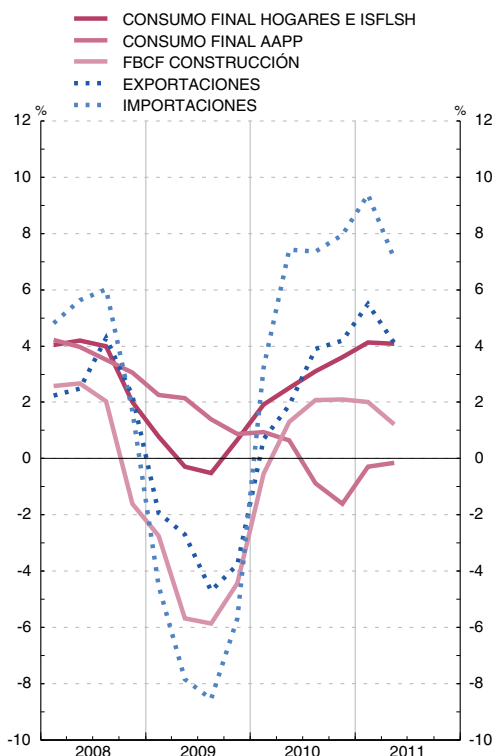
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

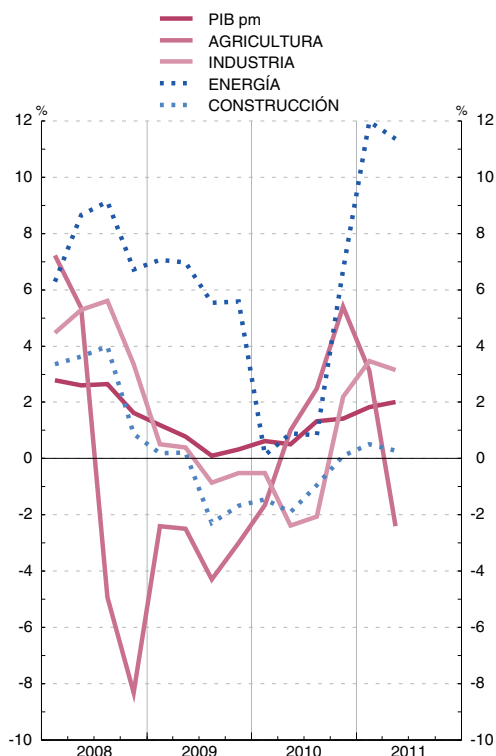
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		1	2	Formación bruta de capital fijo			6	7	8	9	10	11	12	De los que	
				3	4	5								13	14
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos	Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	Ramas de los servicios	Servicios de mercado
08	P	3,5	3,7	0,9	1,4	1,4	2,8	4,5	2,4	-0,5	7,7	4,7	2,9	4,5	4,7
09	P	0,1	1,7	-0,8	-4,7	-2,9	-3,3	-6,7	0,6	-3,0	6,3	-0,1	-0,9	2,8	2,8
10	P	2,8	-0,2	2,3	1,2	4,7	2,7	6,5	1,0	1,7	2,2	-0,7	-1,1	-0,6	-0,6
08	III	4,0	3,5	0,7	2,0	1,5	4,3	6,0	2,6	-4,9	9,1	5,6	4,0	4,6	4,9
	IV	2,0	3,1	0,3	-1,6	0,1	2,2	1,7	1,6	-8,3	6,7	3,4	0,9	4,0	4,1
09	I	0,8	2,3	-0,0	-2,8	-2,5	-1,9	-4,5	1,2	-2,4	7,1	0,5	0,2	3,4	3,8
	II	-0,3	2,2	-1,0	-5,7	-3,4	-2,7	-7,8	0,8	-2,5	7,0	0,4	0,2	3,6	3,6
	III	-0,5	1,4	-1,3	-5,9	-4,0	-4,7	-8,5	0,1	-4,3	5,5	-0,8	-2,3	2,3	2,2
	IV	0,6	0,9	-0,9	-4,4	-1,9	-3,8	-5,7	0,3	-3,0	5,6	-0,5	-1,7	1,8	1,7
10	I	1,9	0,9	1,2	-0,5	1,9	0,7	3,2	0,6	-1,6	0,1	-0,5	-1,5	0,6	0,4
	II	2,5	0,6	1,9	1,3	4,6	1,9	7,4	0,5	1,0	0,9	-2,4	-1,9	-1,3	-1,8
	III	3,1	-0,9	2,7	2,1	5,9	3,9	7,3	1,3	2,5	0,8	-2,1	-0,9	-1,3	-1,3
	IV	3,6	-1,6	3,6	2,1	6,4	4,2	7,9	1,4	5,4	6,7	2,2	0,1	-0,4	0,2
11	I	4,1	-0,3	4,1	2,0	6,9	5,5	9,4	1,8	3,1	12,0	3,5	0,5	1,3	2,0
	II	4,0	-0,2	3,6	1,2	5,2	4,1	7,1	2,0	-2,4	11,4	3,1	0,3	1,6	2,6

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



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

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

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

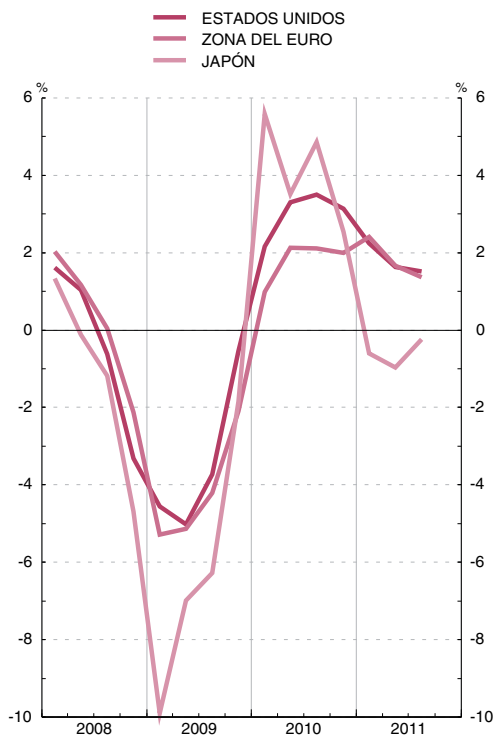
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

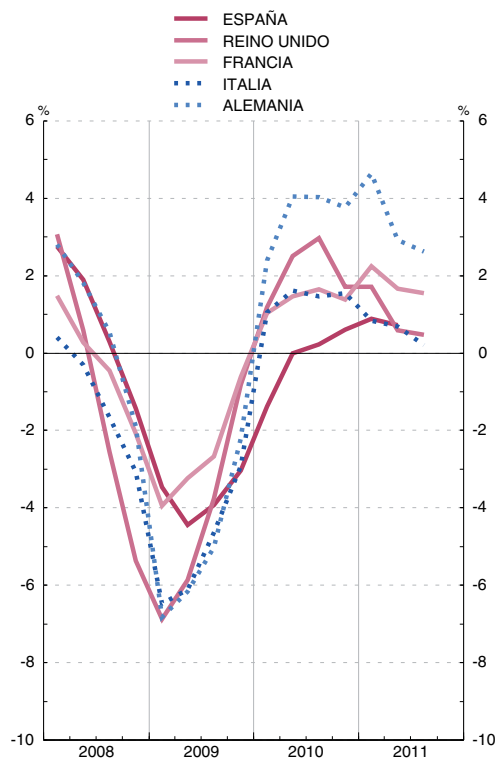
Tasas de variación interanual

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

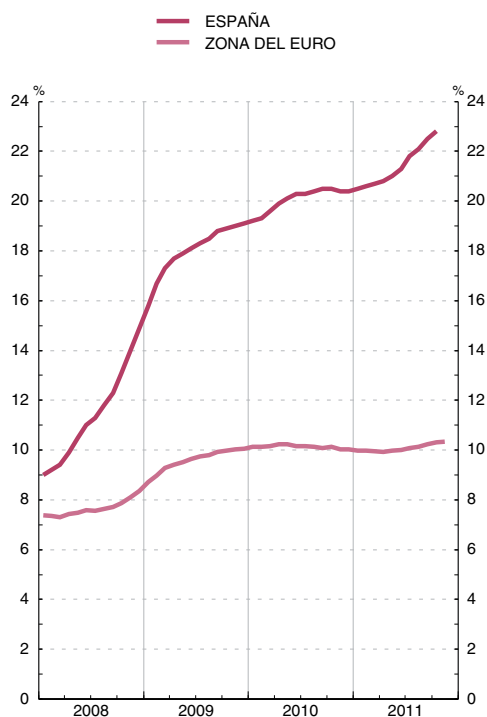
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

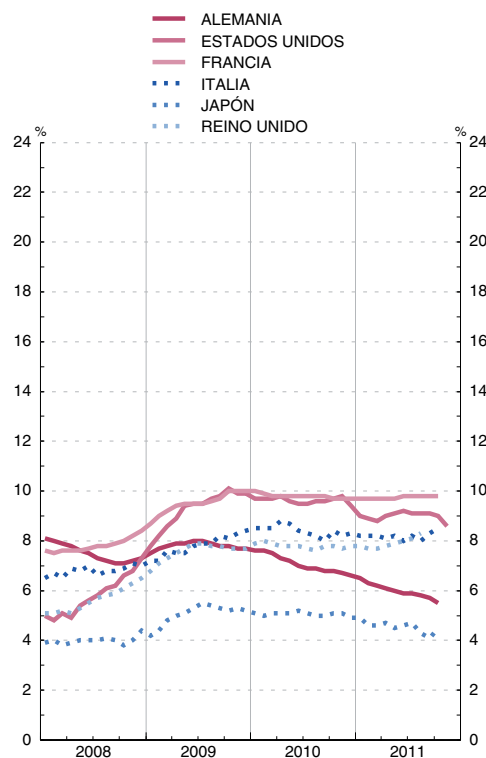
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
08	6,1	7,1	7,7	7,5	11,4	5,8	7,8	6,8	4,0	5,6
09	8,4	9,0	9,6	7,8	18,0	9,3	9,5	7,8	5,1	7,6
10	8,6	9,6	10,1	7,1	20,1	9,6	9,8	8,4	5,1	7,8
10 Jun	8,6	9,7	10,2	7,0	20,3	9,5	9,8	8,4	5,2	7,8
Jul	8,5	9,6	10,1	6,9	20,3	9,5	9,8	8,3	5,1	7,7
Ago	8,6	9,6	10,1	6,9	20,4	9,6	9,8	8,2	5,0	7,6
Sep	8,5	9,6	10,1	6,8	20,5	9,6	9,8	8,0	5,0	7,8
Oct	8,6	9,6	10,1	6,8	20,5	9,7	9,7	8,4	5,1	7,8
Nov	8,5	9,6	10,1	6,7	20,4	9,8	9,7	8,2	5,1	7,7
Dic	8,4	9,6	10,0	6,6	20,4	9,4	9,7	8,3	4,9	7,8
11 Ene	8,3	9,5	10,0	6,5	20,5	9,0	9,7	8,2	4,9	7,8
Feb	8,2	9,5	10,0	6,3	20,6	8,9	9,7	8,2	4,6	7,7
Mar	8,2	9,4	10,0	6,2	20,7	8,8	9,7	8,2	4,6	7,7
Abr	8,2	9,5	9,9	6,1	20,8	9,0	9,7	8,1	4,7	7,8
May	8,2	9,5	10,0	6,0	21,0	9,1	9,7	8,2	4,5	7,9
Jun	8,3	9,6	10,0	5,9	21,3	9,2	9,8	8,0	4,6	8,0
Jul	8,3	9,6	10,1	5,9	21,8	9,1	9,8	8,2	4,7	8,1
Ago	8,2	9,7	10,1	5,8	22,1	9,1	9,8	8,0	4,3	8,3
Sep	8,2	9,7	10,2	5,7	22,5	9,1	9,8	8,3	4,1	...
Oct	8,3	9,8	10,3	5,5	22,8	9,0	9,8	8,5	4,5	...
Nov	...	...	...	...	...	8,6	...	...	...	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

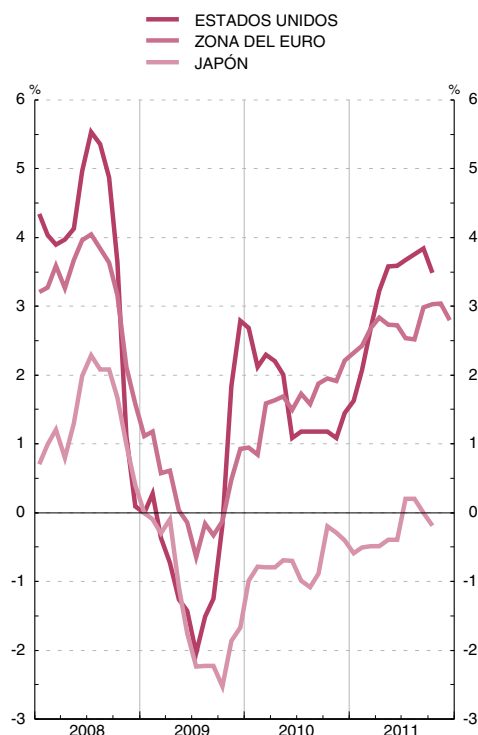
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

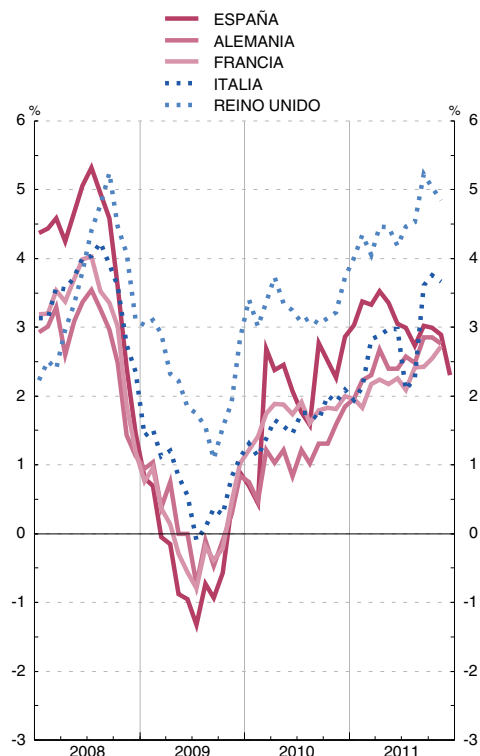
Tasas de variación interanual

	OCDE 1	UE 27 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 10
08	3,7	3,7	3,3	2,8	4,1	3,8	3,2	3,5	1,4	3,6
09	0,6	1,0	0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,1	0,8	-1,3	2,2
10	1,9	2,1	1,6	1,2	2,0	1,6	1,7	1,6	-0,7	3,3
10 Jul	1,6	2,1	1,7	1,2	1,8	1,2	1,9	1,8	-1,0	3,1
Ago	1,5	2,0	1,6	1,0	1,6	1,2	1,6	1,8	-1,1	3,1
Sep	1,7	2,2	1,9	1,3	2,8	1,2	1,8	1,6	-0,9	3,0
Oct	1,8	2,3	1,9	1,3	2,5	1,2	1,8	2,0	-0,2	3,1
Nov	1,8	2,3	1,9	1,6	2,3	1,1	1,8	1,9	-0,3	3,2
Dic	2,0	2,7	2,2	1,9	2,9	1,4	2,0	2,1	-0,4	3,7
11 Ene	2,1	2,8	2,3	2,0	3,0	1,6	2,0	1,9	-0,6	4,0
Feb	2,3	2,9	2,4	2,2	3,4	2,1	1,8	2,1	-0,5	4,3
Mar	2,6	3,1	2,7	2,3	3,3	2,7	2,2	2,8	-0,5	4,1
Abr	2,9	3,3	2,8	2,7	3,5	3,2	2,2	2,9	-0,5	4,5
May	3,1	3,2	2,7	2,4	3,4	3,6	2,2	3,0	-0,4	4,5
Jun	3,0	3,1	2,7	2,4	3,0	3,6	2,3	3,0	-0,4	4,2
Jul	3,1	2,9	2,5	2,6	3,0	3,7	2,1	2,1	0,2	4,5
Ago	3,2	2,9	2,5	2,5	2,7	3,8	2,4	2,3	0,2	4,5
Sep	3,3	3,3	3,0	2,9	3,0	3,8	2,4	3,6	-	5,2
Oct	3,2	3,3	3,0	2,9	3,0	3,5	2,5	3,8	-0,2	5,0
Nov	...	3,4	3,0	2,8	2,9	...	2,7	3,7	...	4,8
Dic	...	...	2,8	...	2,3	...	...	...	...	...

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadros 26.11 y 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

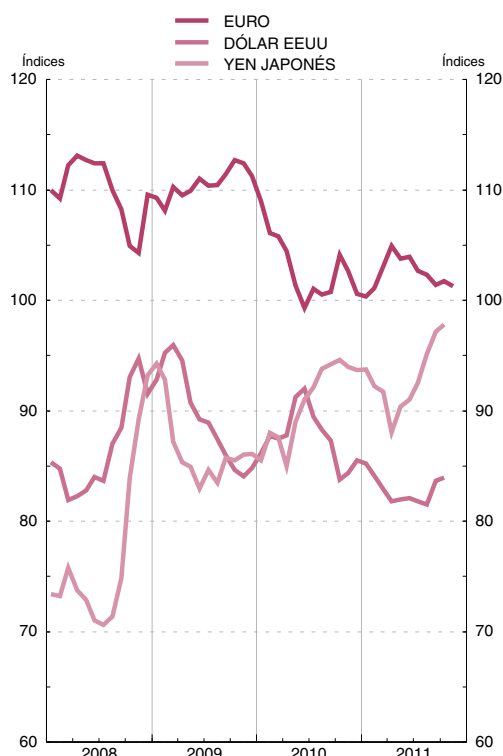
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
08	1,4707	152,31	103,36	110,4	78,2	98,3	109,9	86,6	76,9	107,7	90,5	74,9
09	1,3940	130,30	93,57	111,7	81,1	112,4	110,6	89,5	86,6	104,9	92,7	84,9
10	1,3267	116,42	87,78	104,7	79,1	120,7	103,0	87,6	90,7	98,8	93,2	87,8
10 E-D	1,3267	116,42	87,78	104,7	79,1	120,7	103,0	87,6	90,7	98,8	93,2	87,8
11 E-D	1,3918	111,00	79,74	104,4	74,5	128,6	102,4	82,9	93,0	98,7	90,1	88,6
10 Oct	1,3898	113,67	81,79	106,0	75,8	126,1	104,1	83,8	94,6	100,3	89,7	91,0
Nov	1,3661	112,69	82,51	104,7	76,3	125,8	102,7	84,4	94,0	99,0	90,5	90,2
Dic	1,3220	110,11	83,29	102,6	77,5	126,2	100,6	85,5	93,7	96,9	91,7	90,2
11 Ene	1,3360	110,38	82,63	102,4	76,6	126,5	100,3	85,2	93,7	96,9	90,9	89,9
Feb	1,3649	112,77	82,63	103,4	75,6	125,1	101,1	84,1	92,2	97,8	90,2	88,2
Mar	1,3999	114,40	81,72	105,2	74,4	125,2	103,1	82,9	91,7	99,4	89,8	87,4
Abr	1,4442	120,42	83,39	107,0	73,2	120,7	104,9	81,8	88,0	101,0	89,1	84,0
May	1,4349	116,47	81,17	106,0	73,2	124,3	103,8	82,0	90,4	99,7	90,0	86,0
Jun	1,4388	115,75	80,45	106,1	73,2	125,3	104,0	82,1	91,0	99,9	89,6	86,8
Jul	1,4264	113,26	79,40	105,2	72,8	127,2	102,6	81,8	92,5	99,0	89,4	88,0
Ago	1,4343	110,43	77,00	104,9	72,5	130,9	102,3	81,5	95,1	98,8	88,7	90,5
Sep	1,3770	105,75	76,79	103,8	74,6	134,1	101,4	83,7	97,2	97,6	91,3	92,4
Oct	1,3706	105,06	76,65	104,0	75,1	134,9	101,7	84,0	97,8	98,1	91,6	92,7
Nov	1,3556	105,02	77,47	103,5	75,7	134,1	101,3	...	...	97,7	...	...
Dic	1,3179	102,55	77,81	101,7	76,7	135,1	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

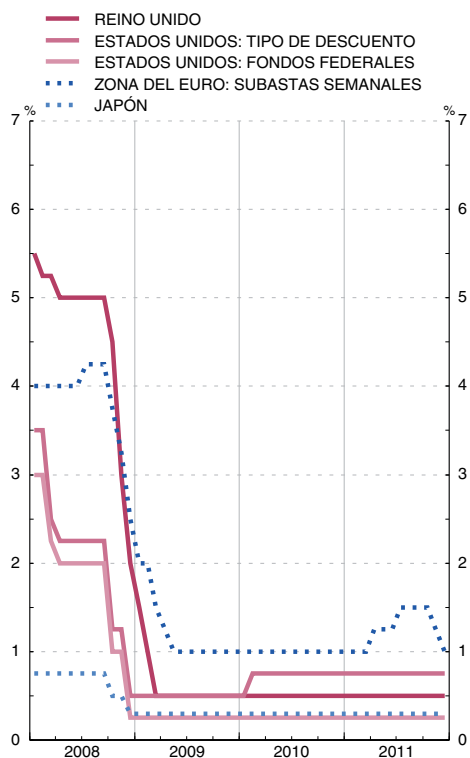
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

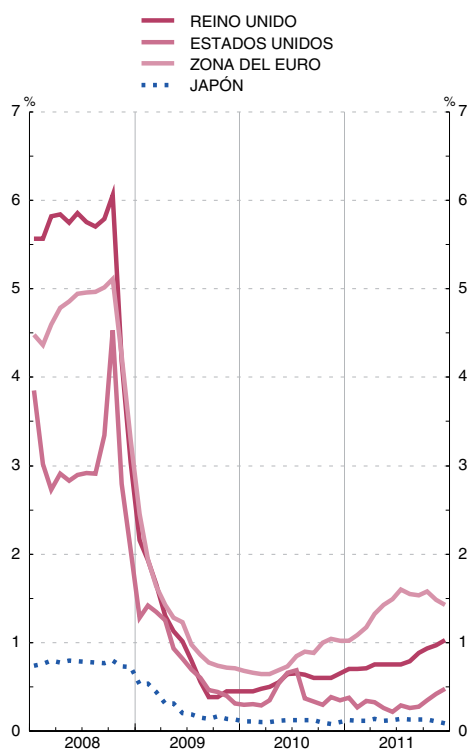
Porcentajes

	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Zona del euro (a)	Estados Unidos de América		Japón (c)	Reino Unido (d)	OCDE 6	UE 15 7	Zona del euro 8	Alemania 9	España 10	Estados Unidos de América 11	Francia 12	Italia 13	Japón 14	Reino Unido 15
		Tipo descuento (b)	Fondos federales 3												
08	2,50	0,50	0,25	0,30	2,00	3,45	4,75	4,63	-	4,62	3,07	-	-	0,77	5,41
09	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,93	1,19	1,22	-	1,23	0,83	-	-	0,27	1,01
10	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,78	0,81	-	0,87	0,40	-	-	0,11	0,57
10 Jul	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,75	0,83	0,85	-	1,12	0,69	-	-	0,12	0,65
<i>Ago</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,86	0,90	-	1,00	0,37	-	-	0,12	0,64
<i>Sep</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,63	0,84	0,88	-	0,93	0,33	-	-	0,13	0,60
<i>Oct</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,93	1,00	-	0,95	0,30	-	-	0,09	0,60
<i>Nov</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,04	-	1,03	0,38	-	-	0,08	0,60
<i>Dic</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,02	-	1,08	0,35	-	-	0,10	0,65
11 Ene	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,71	0,99	1,02	-	1,03	0,37	-	-	0,12	0,70
<i>Feb</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,68	1,05	1,09	-	1,08	0,27	-	-	0,12	0,70
<i>Mar</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,74	1,13	1,18	-	1,17	0,34	-	-	0,11	0,71
<i>Abr</i>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,78	1,25	1,32	-	1,31	0,32	-	-	0,14	0,75
<i>May</i>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,34	1,43	-	1,43	0,26	-	-	0,12	0,75
<i>Jun</i>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,39	1,49	-	1,49	0,21	-	-	0,12	0,75
<i>Jul</i>	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,86	1,48	1,60	-	-	0,29	-	-	0,14	0,75
<i>Ago</i>	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,83	1,44	1,55	-	1,45	0,26	-	-	0,13	0,79
<i>Sep</i>	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,84	1,46	1,54	-	1,68	0,28	-	-	0,13	0,88
<i>Oct</i>	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,49	1,58	-	-	0,34	-	-	0,13	0,93
<i>Nov</i>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,42	1,48	-	1,46	0,42	-	-	0,11	0,97
<i>Dic</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,38	1,43	-	-	0,48	-	-	0,09	1,03

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

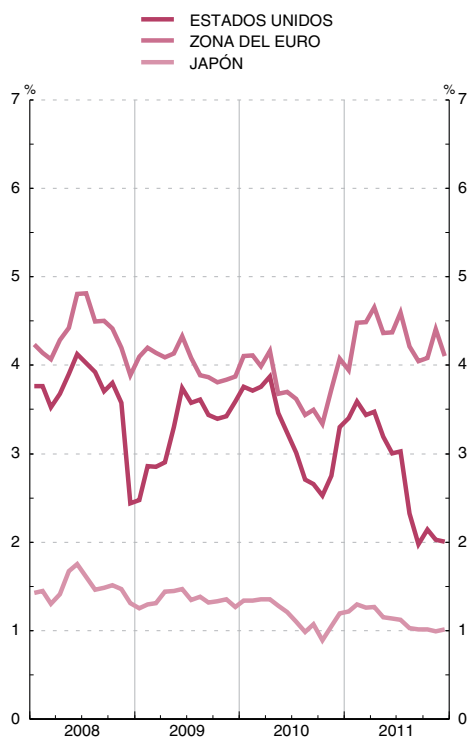
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

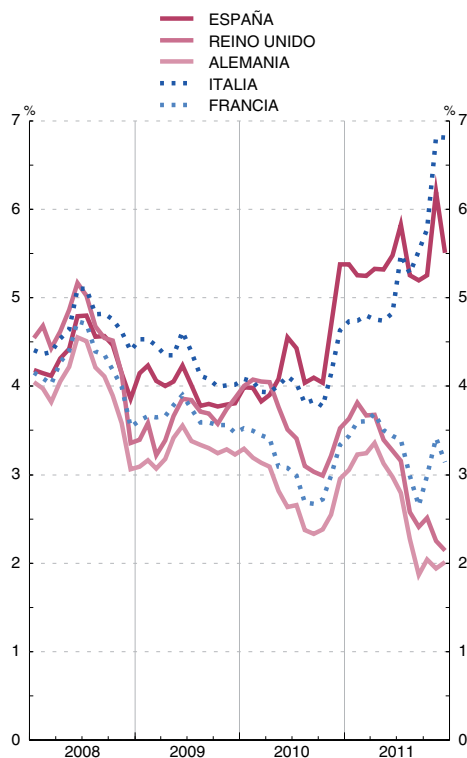
Porcentajes

	OCDE 1	UE 15 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 10
08	3,63	4,33	4,36	4,00	4,36	3,69	4,24	4,66	1,49	4,55
09	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63
10	3,05	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56
10 Jul	2,92	3,45	3,62	2,65	4,43	3,01	2,99	4,03	1,10	3,41
Ago	2,67	3,18	3,44	2,38	4,04	2,71	2,69	3,81	0,98	3,10
Sep	2,67	3,21	3,50	2,33	4,09	2,65	2,67	3,84	1,07	3,03
Oct	2,58	3,18	3,34	2,38	4,04	2,52	2,72	3,77	0,89	2,99
Nov	2,83	3,52	3,73	2,55	4,69	2,75	2,99	4,14	1,05	3,22
Dic	3,24	3,92	4,07	2,95	5,37	3,30	3,34	4,63	1,19	3,53
11 Ene	3,32	4,02	3,94	3,05	5,38	3,41	3,44	4,73	1,22	3,63
Feb	3,46	4,13	4,48	3,23	5,26	3,59	3,60	4,74	1,29	3,81
Mar	3,40	4,15	4,49	3,24	5,25	3,44	3,60	4,80	1,26	3,67
Abr	3,46	4,26	4,66	3,36	5,33	3,47	3,69	4,75	1,27	3,68
May	3,28	4,15	4,37	3,13	5,32	3,19	3,50	4,74	1,15	3,40
Jun	3,18	4,14	4,37	2,98	5,48	3,00	3,44	4,82	1,14	3,27
Jul	3,21	4,22	4,59	2,79	5,82	3,03	3,40	5,49	1,12	3,15
Ago	2,70	3,74	4,21	2,27	5,25	2,32	2,99	5,28	1,03	2,57
Sep	2,49	3,58	4,04	1,87	5,20	1,98	2,65	5,53	1,01	2,41
Oct	2,63	3,77	4,09	2,04	5,25	2,14	2,99	5,77	1,01	2,51
Nov	2,68	4,05	4,41	1,94	6,19	2,02	3,42	6,82	0,99	2,25
Dic	2,64	4,00	4,11	2,01	5,50	2,00	3,14	6,81	1,01	2,14

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

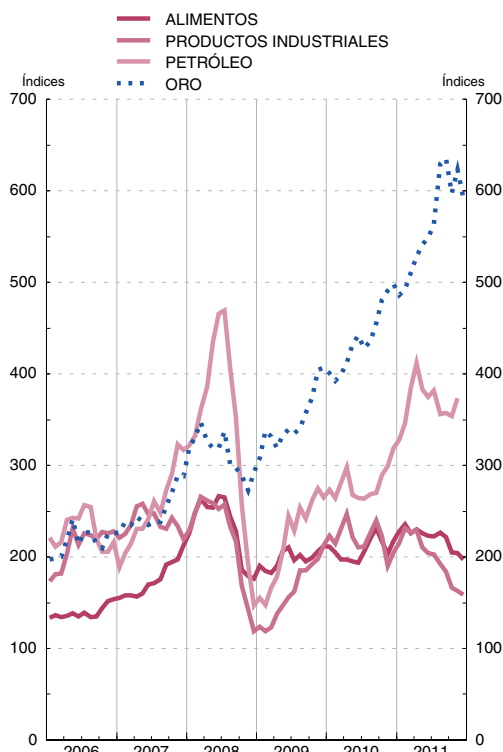
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
09	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
10 E-D	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
11 E-D	187,3	209,6	220,3	198,5	239,6	180,9	...	112,2	562,6	1 569,5	36,30
10 Nov	180,1	196,8	203,2	190,1	223,5	175,7	299,4	85,7	491,1	1 369,9	32,27
10 Dic	198,3	211,3	217,6	204,8	248,0	186,2	319,0	92,3	498,2	1 389,7	33,80
11 Ene	207,1	221,5	227,7	215,2	266,7	193,1	328,2	97,4	486,2	1 356,4	32,70
11 Feb	212,5	233,5	235,4	231,5	301,3	201,5	346,1	103,7	492,1	1 372,7	32,35
11 Mar	201,2	226,3	226,0	226,8	298,4	196,1	384,8	115,4	510,5	1 424,0	32,66
11 Abr	198,4	229,9	230,2	229,5	300,8	199,0	411,9	124,4	528,3	1 473,8	32,88
11 May	189,0	218,4	226,0	210,6	258,1	190,2	383,2	116,2	541,4	1 510,4	33,90
11 Jun	183,4	213,5	222,8	203,9	244,5	186,5	374,9	114,9	548,0	1 528,7	34,15
11 Jul	185,2	212,7	222,2	202,8	224,2	193,6	382,1	117,3	563,8	1 572,8	35,41
11 Ago	181,8	209,5	226,3	192,1	215,9	181,8	355,8	111,3	629,4	1 755,8	39,41
11 Sep	183,5	203,2	221,7	183,9	214,1	171,0	357,1	114,8	635,1	1 771,9	41,36
11 Oct	170,0	186,3	205,2	166,7	198,3	153,1	353,9	110,9	596,9	1 665,2	39,04
11 Nov	168,7	184,1	204,4	163,0	183,6	154,1	373,2	111,1	623,4	1 739,0	41,24
11 Dic	168,6	178,4	197,0	158,9	174,5	152,3	...	108,7	592,3	1 652,3	40,24

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

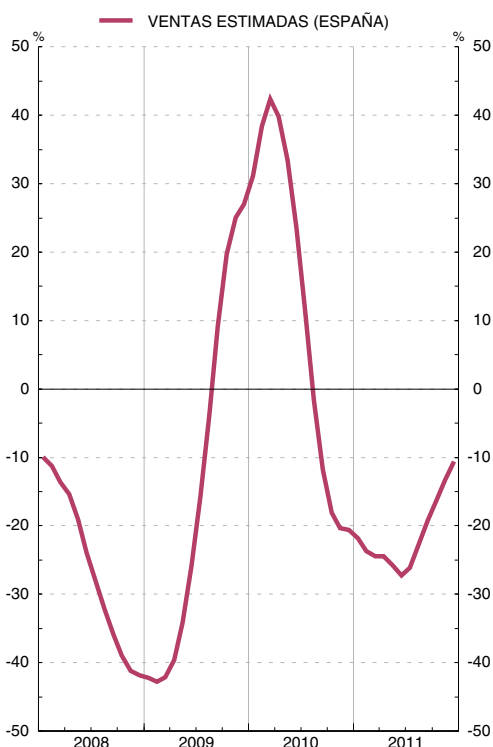
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	De las que		Pro memoria: zona del euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista (a)		Uso privado	Ventas estimadas			Matriculaciones	Total	Del cual		Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unilocales	Pro memoria: zona del euro (a)
				Alimentación															
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
08		-33,7	-32,6	-20,4	-27,6	-18,1	-10,0	-27,4	-30,0	-28,1	-8,1	-5,7	-5,7	-2,3	-5,2	1,1	-8,6	-8,0	-0,8
09		-28,2	-26,2	-13,2	-24,6	-24,8	-15,5	-18,1	-10,7	-17,9	4,4	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2	-2,0
10	P	-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,0	-4,0	3,0	...	3,1	-8,1	-1,6	-0,9	-0,4	-1,6	1,9	-3,1	-2,0	1,1
10 E-D	P	-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,0	-4,0	3,0	...	3,1	-8,1	-1,6	-0,9	-0,4	-1,6	1,9	-3,1	-2,0	1,1
11 E-D	P	-17,1	-13,8	-6,7	-19,8	-14,3	-5,3	-18,2	...	-17,7	...	...	...	...	...	...	...	...	...
11 Ene	P	-21,0	-22,6	-10,5	-22,3	-11,2	-0,6	-23,6	...	-23,5	-4,3	-4,6	-4,5	-3,2	-6,3	-0,4	-4,6	-6,1	0,8
Feb	P	-15,2	-18,2	-5,5	-20,1	-10,0	-0,2	-28,0	...	-27,6	0,1	-4,6	-4,6	-2,9	-7,1	0,1	-3,9	-6,3	1,3
Mar	P	-22,6	-15,0	-10,6	-23,1	-10,6	-1,4	-29,8	...	-29,1	-4,5	-7,9	-8,1	-5,7	-12,4	-3,8	-7,9	-8,7	-1,1
Abr	P	-21,0	-15,2	-11,0	-21,7	-11,6	-1,8	-24,1	...	-23,3	-0,1	-2,1	-1,5	1,1	0,5	6,4	-3,4	-6,1	1,4
May	P	-15,5	-11,5	-6,2	-18,7	-9,9	-2,4	-24,1	...	-23,3	-1,2	-5,9	-5,8	-3,6	-8,4	-	-8,4	-6,9	-1,5
Jun	P	-11,9	-6,3	-2,9	-16,5	-9,7	-2,6	-31,5	...	-31,4	-3,7	-7,5	-7,4	-2,2	-9,7	0,3	-12,2	-8,8	-0,4
Jul	P	-13,4	-8,1	-2,2	-17,3	-11,2	-3,6	-5,5	...	-4,0	2,3	-6,2	-5,8	-5,7	-5,5	-4,0	-7,0	-6,3	0,1
Ago	P	-17,0	-14,4	-6,0	-20,3	-16,5	-8,7	3,7	...	5,9	6,1	-3,8	-3,4	-0,9	-3,3	1,7	-6,8	-5,6	0,2
Sep	P	-17,0	-16,1	-6,9	-19,0	-19,1	-9,8	-2,7	...	-1,3	1,3	-5,3	-5,1	-1,4	-4,5	-0,8	-7,1	-6,7	-1,0
Oct	P	-19,6	-16,0	-8,1	-19,3	-19,9	-9,7	-6,9	...	-6,7	-0,6	-7,1	-6,9	-2,8	-10,3	-2,3	-9,0	-7,4	-0,7
Nov	P	-15,4	-12,0	-5,6	-18,4	-20,4	-11,1	-6,9	...	-6,4	-3,3	-7,2	-7,1	-4,1	-9,8	-2,7	-7,6	-8,3	-2,4
Dic	P	-15,3	-9,8	-4,8	-20,4	-21,1	-11,7	-1,3	...	-3,6	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

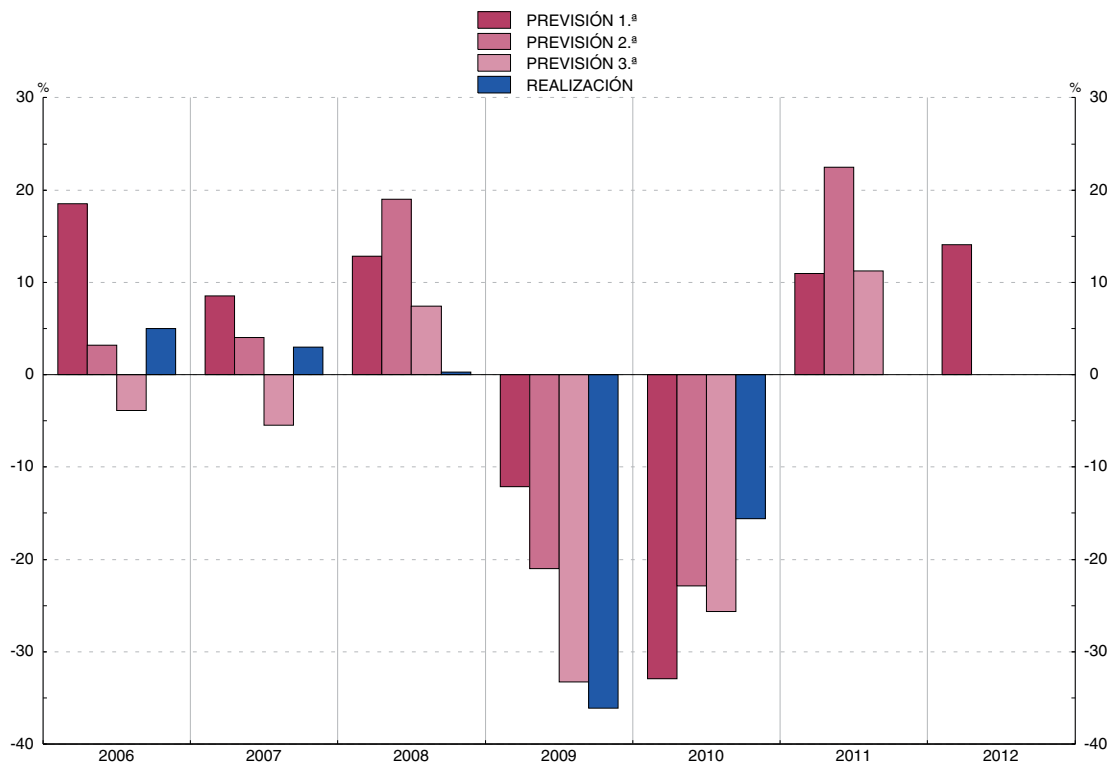
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

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

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

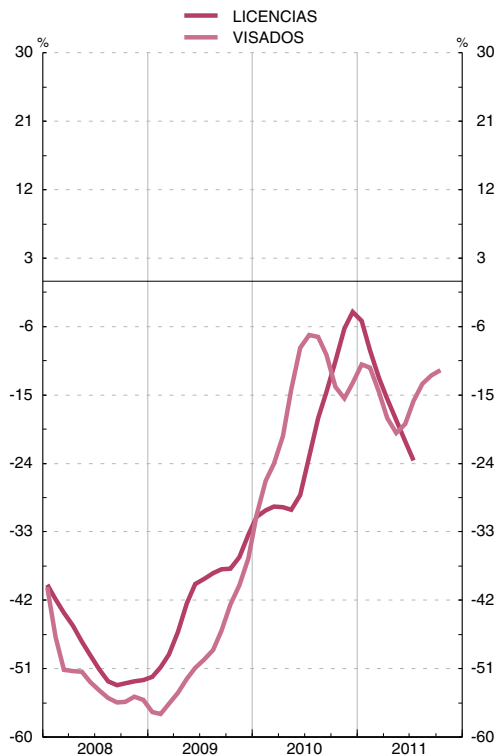
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

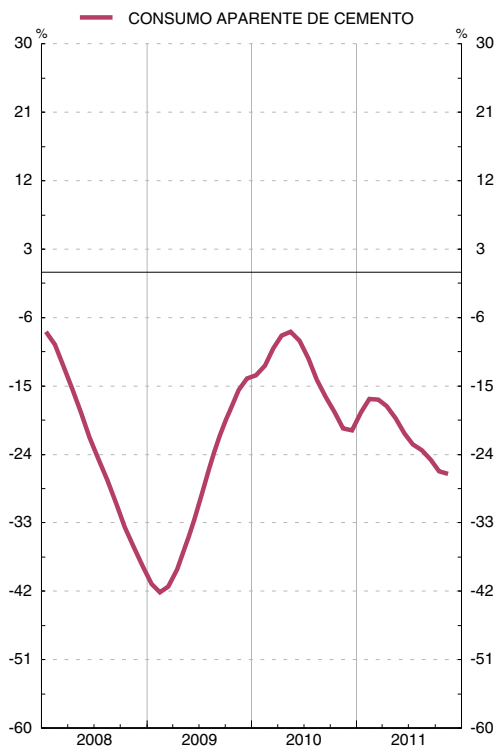
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil
		Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
										Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
08	-48,5	-53,1	-53,8	-29,8	-52,1	-56,6	2,9	2,9	-7,5	8,5	13,4	-11,5	7,2	-23,8
09	-43,4	-49,3	-49,2	-27,2	-51,4	-56,8	-8,2	-8,2	1,1	3,7	-19,9	0,3	-11,4	-32,3
10	P -28,7	-24,3	-25,2	-36,9	-16,0	-16,1	-37,9	-37,9	-20,2	-38,5	-38,7	-14,4	-45,1	-15,4
10 E-N	-32,2	-27,6	-28,6	-40,7	-16,0	-17,0	-35,1	-35,1	-21,0	-34,9	-34,6	-16,8	-41,4	-15,9
11 E-N	P ...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-16,9
10 Ago	-5,2	15,5	15,2	-31,5	-1,6	2,0	-29,5	-40,8	-31,3	-48,8	-46,3	-25,5	-28,7	-12,9
Sep	-28,9	-15,3	-15,1	-47,7	1,4	-0,7	-13,7	-38,9	-26,1	20,6	125,8	-33,8	-9,4	-18,1
Oct	-16,0	-19,5	-20,7	-8,1	-27,7	-30,4	-0,5	-36,6	36,6	53,1	-50,4	33,4	-15,2	-18,6
Nov	2,0	10,2	2,2	-14,8	-13,2	-13,7	-15,1	-35,1	-27,8	-61,1	347,5	-4,3	-9,3	-22,1
Dic	P 11,1	10,0	11,3	13,7	-15,6	-4,4	-57,1	-37,9	-9,6	-73,4	-66,8	22,7	-65,6	-7,6
11 Ene	P 14,4	22,7	21,8	-8,2	-4,8	13,9	-22,4	-22,4	-27,4	-45,8	30,1	-22,5	-19,1	0,3
Feb	P -17,7	-19,9	-24,7	-12,4	-6,3	5,0	-46,4	-36,8	-57,6	-58,6	-72,0	-57,4	-37,9	0,9
Mar	P 25,4	17,7	20,7	42,5	-16,2	-23,3	-57,8	-45,5	-66,5	-65,8	-92,6	-66,8	-49,5	-7,3
Abr	P 6,2	-10,0	-11,6	36,9	-22,9	-25,0	-50,0	-46,6	-62,1	33,6	98,4	-71,3	-39,6	-17,1
May	P 2,6	17,2	16,9	-21,0	-21,9	-20,1	2,5	-36,5	-55,9	-64,9	19,5	-53,9	36,9	-10,7
Jun	P -13,0	-24,2	-21,8	12,4	-20,7	-11,2	-56,3	-39,8	-50,0	3,6	-46,2	-60,4	-58,7	-20,3
Jul	P -24,1	-30,7	-31,5	-6,6	-19,0	-12,9	-44,1	-40,3	-61,3	-54,2	-38,8	-63,4	-27,6	-26,1
Ago	P ...	...	...	...	-4,6	-9,0	-51,0	-41,6	-47,9	-48,6	-59,5	-47,7	-52,4	-16,7
Sep	P ...	...	...	...	-14,8	4,8	-40,6	-41,5	-43,3	-40,4	-50,5	-44,2	-39,8	-21,1
Oct	P ...	...	...	...	-7,6	-0,9	-67,6	-43,9	-48,4	-13,8	-82,1	-56,2	-79,9	-29,8
Nov	P ...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-28,9

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



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



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

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

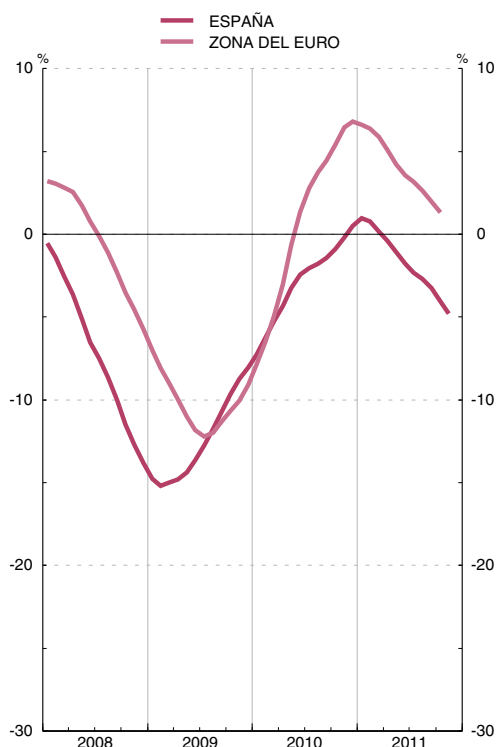
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

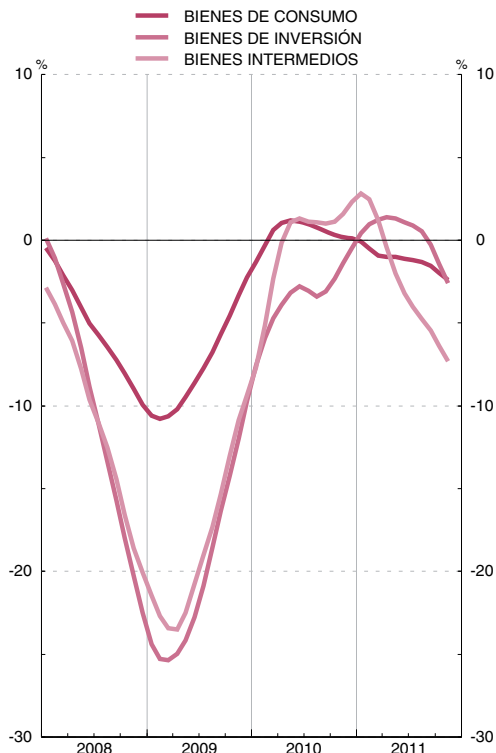
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)				Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes			
		Serie original	1 T 12								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,6	-1,7	-1,8	0,0	-3,4	
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-14,8	-15,9	-4,9	-20,9	-19,0	
10	MP	83,4	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5	4,4	0,6	2,9	7,4	7,8	3,4	9,1	10,1	
10 E-N	MP	83,7	0,9	0,9	-3,2	2,9	2,4	4,9	0,7	2,9	7,3	7,7	3,5	8,4	10,3	
11 E-N	MP	82,6	-1,4	-1,2	1,1	-2,1	-3,3	-14,9	-0,9	-3,3	...	...	...	...	...
10 Ago	P	63,9	3,4	5,7	-7,4	6,5	3,9	14,8	3,6	1,5	8,4	9,4	4,2	12,6	11,7	
Sep	P	86,1	-1,1	-0,3	-6,7	0,1	2,5	4,6	-1,5	2,2	5,6	6,1	1,7	8,3	7,5	
Oct	P	84,9	-3,5	-3,2	-8,9	-3,3	2,9	4,7	-4,3	2,8	7,3	7,8	3,4	12,8	7,6	
Nov	P	90,3	3,4	1,4	2,0	4,1	8,5	-7,6	3,2	7,3	8,1	8,5	3,5	12,8	8,0	
Dic	P	79,4	0,4	0,8	-3,5	0,9	3,7	-2,1	0,1	2,6	8,8	9,2	2,0	16,3	8,1	
11 Ene	P	80,5	5,0	3,5	5,0	7,1	3,8	-3,8	5,4	3,3	6,2	8,0	0,7	12,9	9,6	
Feb	P	83,5	3,3	0,1	5,1	6,6	0,2	-10,9	4,3	-2,3	7,8	9,7	2,7	15,3	10,1	
Mar	P	92,4	1,3	-3,2	3,1	5,6	-1,8	-9,0	1,7	-0,6	5,8	6,9	1,0	11,6	7,5	
Abr	P	78,9	-4,0	-6,1	-1,4	-4,1	-3,2	-15,9	-3,7	-5,5	5,4	6,8	3,9	10,6	5,5	
May	P	87,1	1,2	2,9	6,4	-2,2	-1,0	-14,8	1,9	-1,7	4,3	5,9	2,6	10,7	4,5	
Jun	P	86,7	-2,6	-1,5	0,3	-4,2	-5,2	-14,7	-2,4	-2,3	2,8	3,6	0,4	6,9	3,1	
Jul	P	85,0	-5,2	-4,3	-1,3	-6,2	-10,2	-15,3	-4,6	-9,3	4,3	5,1	-0,2	11,7	4,2	
Ago	P	64,1	0,3	3,0	7,3	-3,4	-3,1	-23,3	1,5	-4,1	6,0	7,1	3,0	12,9	5,4	
Sep	P	84,9	-1,4	0,7	1,1	-4,3	-2,9	-17,8	-1,2	-1,6	2,2	2,8	0,2	5,9	2,2	
Oct	P	81,1	-4,5	-2,4	-1,8	-6,2	-7,7	-20,5	-4,0	-6,1	1,0	1,8	0,3	4,8	0,3	
Nov	P	84,0	-7,0	-4,3	-7,4	-10,0	-5,2	-15,6	-6,9	-6,4	...	...	...	...	...

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

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

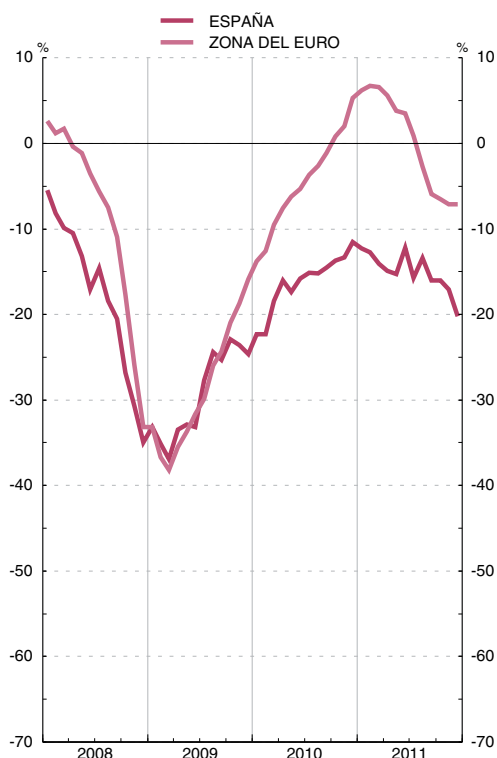
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

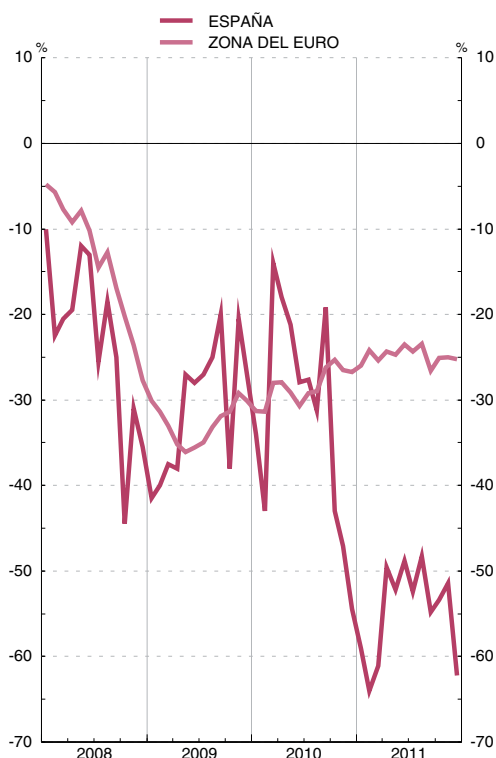
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros (a)	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
08	M	-18	-16	-8	-24	-17	21	-12	-8	-28	-3	-23	-2	-20	-16	-16	-8	-13	-13
09	M	-29	-34	-11	-55	-52	23	-19	-27	-38	-44	-31	-20	-32	-13	-19	-29	-57	-33
10	M	-16	-8	-1	-37	-29	11	-10	-14	-18	-52	-32	-19	-31	-26	-33	-5	-25	-28
10 E-D	M	-16	-8	-1	-37	-29	11	-10	-14	-18	-52	-32	-19	-31	-26	-33	-5	-25	-28
11 E-D	M	-15	-12	-3	-31	-24	11	-10	-12	-17	-45	-55	-23	-48	-46	-45	0	-6	-25
10 Sep		-15	1	-4	-33	-22	7	-10	-13	-19	-22	-19	-34	-21	-2	-43	-1	-16	-26
Oct		-14	-7	-1	-31	-9	9	-10	-13	-13	-37	-43	-25	-32	-55	-55	1	-13	-25
Nov		-13	-7	-3	-29	-24	8	-9	-11	-14	-69	-47	-29	-43	-56	-44	2	-11	-27
Dic		-12	-7	3	-27	-26	10	-7	-5	-15	-57	-54	-29	-51	-51	-48	5	-5	-27
11 Ene		-12	-7	0	-28	-20	10	-9	-4	-14	-57	-59	-35	-67	-41	-24	6	-3	-26
Feb		-13	-14	1	-29	-27	10	-9	-10	-12	-61	-64	-42	-58	-50	-51	7	-1	-24
Mar		-14	-7	-2	-29	-24	11	-12	-13	-13	-53	-61	-48	-58	-43	-21	7	0	-25
Abr		-15	-6	-4	-29	-21	12	-9	-14	-12	-67	-50	-10	-47	-43	-27	6	0	-24
May		-15	-7	-5	-29	-22	12	-11	-12	-16	-65	-52	-6	-47	-24	-31	4	-3	-25
Jun		-12	-6	-3	-28	-17	6	-10	-4	-14	-33	-49	-6	-41	-27	-31	4	-1	-24
Jul		-16	-6	-5	-29	-20	14	-9	-13	-17	-45	-52	-9	-40	-62	-65	1	-5	-24
Ago		-13	-7	0	-31	-24	10	-12	-6	-17	-34	-48	-10	-45	-47	-49	-3	-9	-23
Sep		-16	-11	-4	-33	-28	12	-8	-15	-22	-28	-55	-38	-46	-51	-56	-6	-12	-27
Oct		-16	-19	-3	-33	-23	12	-7	-9	-22	-35	-53	-12	-46	-31	-54	-7	-13	-25
Nov		-17	-26	-6	-37	-29	9	-8	-19	-23	-30	-51	-37	-33	-71	-74	-7	-14	-25
Dic		-20	-30	-6	-39	-30	16	-10	-26	-25	-35	-62	-19	-43	-65	-62	-7	-16	-25

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

a. Corregidos de variaciones estacionales.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

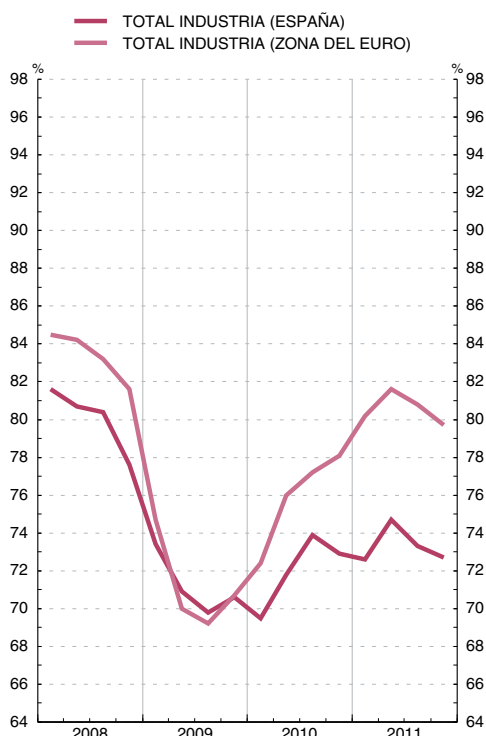
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

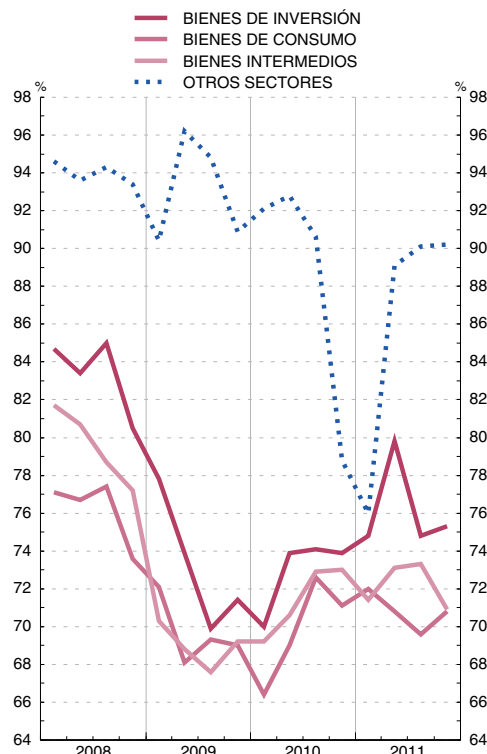
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (b)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
08	80,1	80,4	7	76,2	77,3	8	83,4	83,3	6	79,6	79,7	7	94,0	94,5	-0	83,4
09	71,2	71,4	26	69,6	70,7	18	73,3	73,6	25	69,0	68,5	34	93,1	94,3	1	71,1
10	72,0	72,8	22	69,8	70,5	18	73,0	72,5	23	71,4	72,9	24	88,6	90,5	18	75,9
10 I-IV	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	75,9
11 I-IV	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
09 II	70,9	71,4	26	68,1	69,8	20	73,9	73,9	22	68,8	68,7	35	96,2	96,7	-	70,0
09 III	69,8	70,7	30	69,3	70,8	19	69,9	70,6	38	67,6	68,4	36	94,8	95,8	3	69,2
09 IV	70,6	70,4	24	69,0	70,4	23	71,4	73,7	22	69,2	66,7	28	90,9	91,9	-	70,7
10 I	69,5	70,7	25	66,4	67,1	20	70,0	71,0	26	69,2	70,9	30	92,1	92,8	0	72,4
10 II	71,8	73,9	21	69,0	70,1	19	73,9	74,3	22	70,6	74,3	24	92,8	93,6	-	76,0
10 III	73,9	74,6	15	72,6	73,6	10	74,1	74,5	19	72,9	73,8	18	90,6	90,9	0	77,2
10 IV	72,9	72,1	26	71,1	71,3	21	73,9	70,3	25	73,0	72,4	24	78,8	84,5	73	78,1
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	80,2
11 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
11 III	73,3	73,4	20	69,6	70,7	20	74,8	73,5	16	73,3	73,5	22	90,1	90,0	6	80,8
11 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	79,7

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

a. Incluye las industrias extractivas y refino de petróleo, coquerías y combustibles nucleares.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

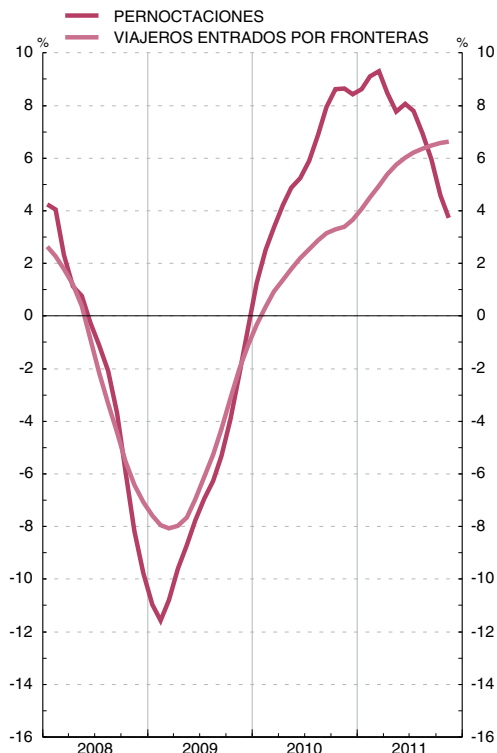
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

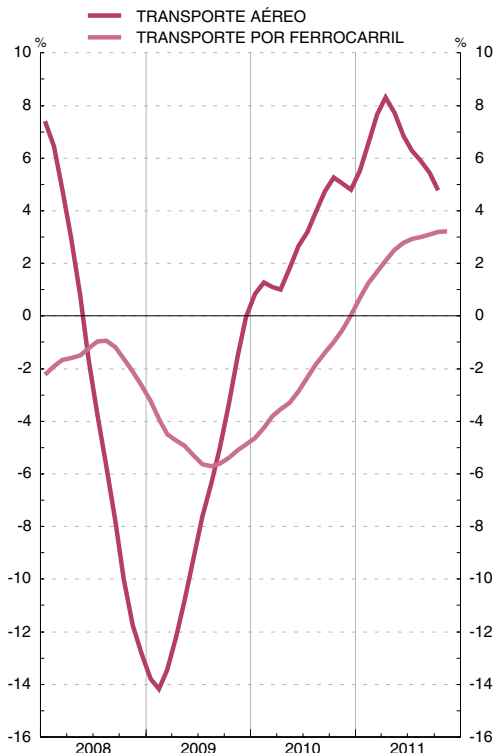
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
08	-1,7	-0,1	-1,2	0,2	-1,3	-2,5	0,6	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-0,0	-2,1	-0,7	-10,3	
09	-7,2	-10,8	-6,9	-9,6	-5,9	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-8,0	-9,6	-5,7	-12,9	-5,7	-24,8	
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	
10 E-N	P	6,3	11,5	6,5	9,1	2,5	1,3	4,1	3,3	1,8	4,4	16,9	3,5	4,1	-3,0	-1,9
11 E-N	P	4,1	10,9	6,6	12,9	6,7	7,7	5,3	...	...	...	...	...	...	2,8	...
10 Ago		5,9	13,8	7,3	13,4	2,7	3,9	1,3	3,8	-1,5	7,0	10,6	-2,9	3,7	-2,4	-0,9
Sep		6,5	13,9	7,0	11,6	8,0	4,3	14,1	5,8	2,4	7,9	4,1	9,9	2,7	-0,5	-14,4
Oct		8,9	13,2	8,5	10,2	3,6	4,3	2,6	8,9	6,5	10,4	6,7	1,9	7,7	-3,1	-3,7
Nov	P	4,6	13,1	5,6	12,0	0,4	2,6	-2,0	5,5	4,0	6,7	10,9	1,3	8,1	-1,6	-3,9
Dic	P	3,8	7,5	3,5	3,4	-4,9	-4,6	-5,1	-2,0	-4,6	0,2	5,9	-1,0	9,8	-0,6	-14,6
11 Ene	P	2,9	8,5	4,6	9,0	6,1	4,7	7,5	6,4	2,7	9,3	9,2	-23,2	6,0	0,4	-7,6
Feb	P	3,2	7,0	5,4	9,6	3,9	4,3	3,6	4,9	-0,6	9,5	5,9	-3,1	7,8	4,2	14,7
Mar	P	1,0	11,1	4,9	13,5	0,2	0,6	-0,2	4,8	0,5	8,3	4,0	-18,1	2,5	5,4	17,3
Abr	P	8,5	13,3	11,9	20,6	13,3	20,9	4,1	20,7	4,3	33,5	-8,8	0,4	5,5	-1,5	2,7
May	P	-0,8	6,9	1,6	9,3	3,5	4,2	2,3	6,4	0,9	9,7	2,9	0,9	6,9	3,6	11,4
Jun	P	8,4	18,0	10,9	18,1	11,1	8,5	15,4	6,8	-0,2	11,0	3,6	-2,4	4,6	5,2	8,3
Jul	P	7,2	13,5	8,9	14,1	6,0	7,2	4,1	6,7	0,5	10,3	4,5	-2,3	1,3	1,3	6,9
Ago	P	5,6	13,0	6,2	12,2	6,8	9,4	3,8	4,6	-0,3	7,4	4,3	-9,8	8,5	3,7	18,4
Sep	P	6,0	10,3	8,4	12,4	8,1	9,2	6,5	7,6	1,8	10,9	8,0	9,0	5,3	2,4	23,5
Oct	P	-0,2	8,2	3,2	11,1	8,0	8,0	7,9	2,3	-6,3	7,5	0,4	4,0	1,9	3,1	-
Nov	P	-1,5	2,5	1,7	6,2	3,8	3,6	4,0	...	...	...	...	...	...	3,4	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 14 y 15.

a. Información procedente de los directorios hoteleros. Desde enero de 2006, se ha ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes. Debido a distintas actualizaciones en los directorios de establecimientos hoteleros, no son directamente comparables los datos de distintos años. Existen coeficientes de enlace para los períodos: año 2005; junio 2009-mayo2010; julio 2010-julio 2011.

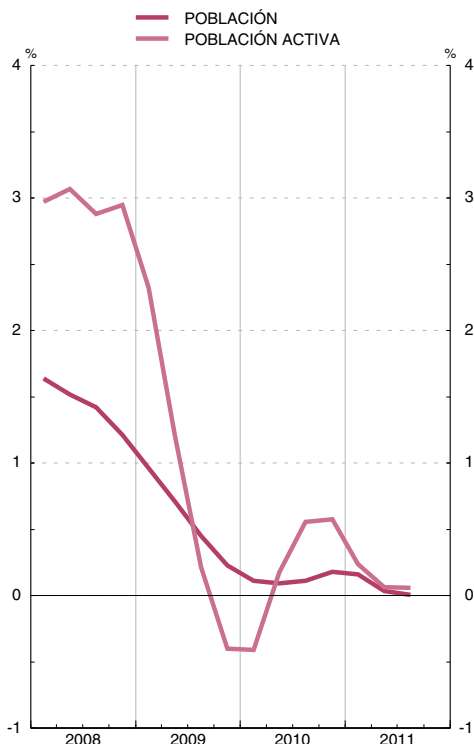
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

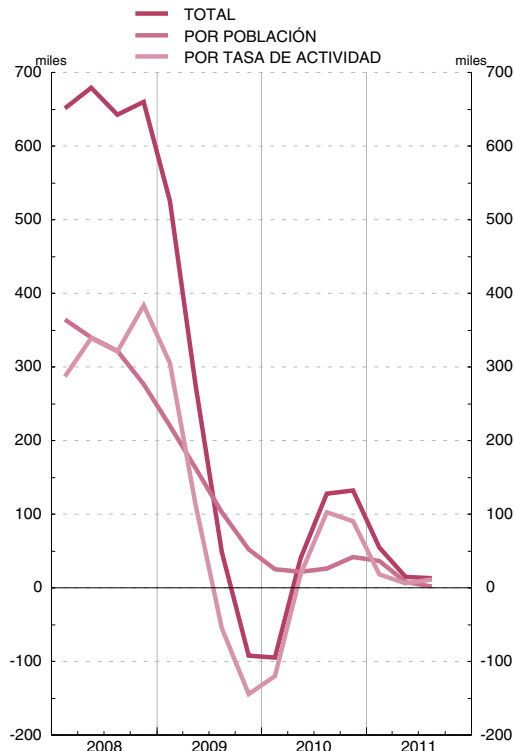
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4	
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
08	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	658	326	333	3,0	
09	M	38 432	224	0,6	59,95	23 037	189	134	55	0,8	
10	M	38 479	48	0,1	60,00	23 089	51	29	23	0,2	
10 I-III	M	38 468	40	0,1	60,01	23 084	73	73	1	0,1	
11 I-III	M	38 494	26	0,1	60,04	23 111	82	46	36	0,1	
09 I		38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3	
II		38 432	271	0,7	60,06	23 082	276	162	113	1,2	
III		38 443	172	0,4	59,81	22 994	48	103	-54	0,2	
IV		38 443	87	0,2	59,76	22 973	-92	52	-144	-0,4	
10 I		38 451	42	0,1	59,83	23 007	-95	25	-120	-0,4	
II		38 468	36	0,1	60,11	23 122	40	22	18	0,2	
III		38 485	43	0,1	60,08	23 122	128	26	102	0,6	
IV		38 512	69	0,2	59,99	23 105	132	42	91	0,6	
11 I		38 512	61	0,2	59,88	23 062	55	37	18	0,2	
II		38 481	13	0,0	60,12	23 137	14	8	6	0,1	
III		38 488	2	0,0	60,11	23 135	13	1	12	0,1	

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 refleja la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

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

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

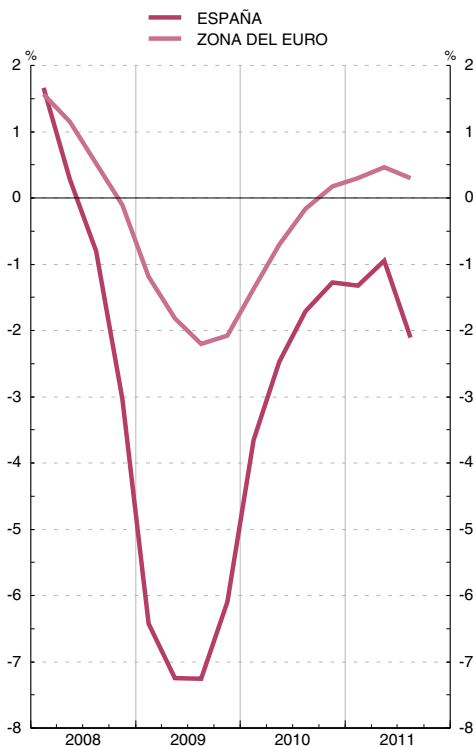
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

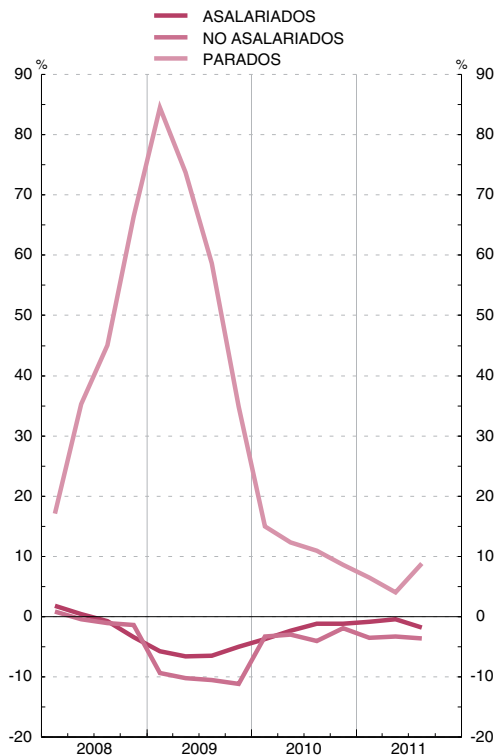
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
08	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,8	7,65
09	M	18 888	-1 370	-6,8	15 681	-1 001	-6,0	3 207	-369	-10,3	4 150	1 559	60,2	18,01	-1,8	9,59
10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,5	10,13
10 I-III	M	18 473	-496	-2,6	15 358	-386	-2,4	3 115	-110	-3,4	4 611	520	12,7	19,98	-0,7	10,15
11 I-III	M	18 204	-269	-1,5	15 198	-160	-1,0	3 006	-109	-3,5	4 907	296	6,4	21,23	0,4	10,03
09 I		19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,2	8,99
II		18 945	-1 480	-7,2	15 737	-1 116	-6,6	3 208	-364	-10,2	4 138	1 756	73,7	17,92	-1,8	9,52
III		18 870	-1 476	-7,3	15 650	-1 096	-6,5	3 220	-380	-10,6	4 123	1 525	58,7	17,93	-2,2	9,83
IV		18 646	-1 211	-6,1	15 493	-816	-5,0	3 153	-395	-11,1	4 327	1 119	34,9	18,83	-2,1	10,03
10 I		18 394	-697	-3,6	15 253	-590	-3,7	3 141	-107	-3,3	4 613	602	15,0	20,05	-1,4	10,14
II		18 477	-468	-2,5	15 363	-373	-2,4	3 113	-95	-3,0	4 646	508	12,3	20,09	-0,7	10,20
III		18 547	-323	-1,7	15 456	-194	-1,2	3 090	-130	-4,0	4 575	451	10,9	19,79	-0,2	10,12
IV		18 408	-238	-1,3	15 314	-178	-1,2	3 094	-59	-1,9	4 697	370	8,6	20,33	0,2	10,07
11 I		18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,3	9,97
II		18 303	-174	-0,9	15 292	-71	-0,5	3 011	-103	-3,3	4 834	188	4,1	20,89	0,5	9,97
III		18 156	-391	-2,1	15 179	-277	-1,8	2 977	-114	-3,7	4 978	404	8,8	21,52	0,3	10,15

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



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

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

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

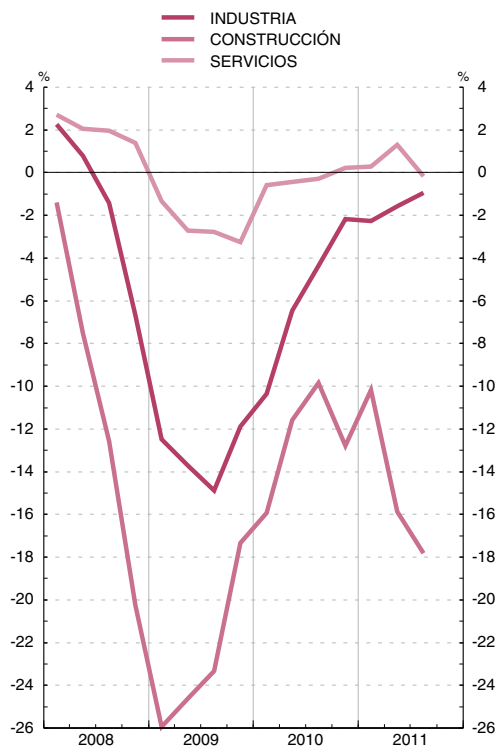
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

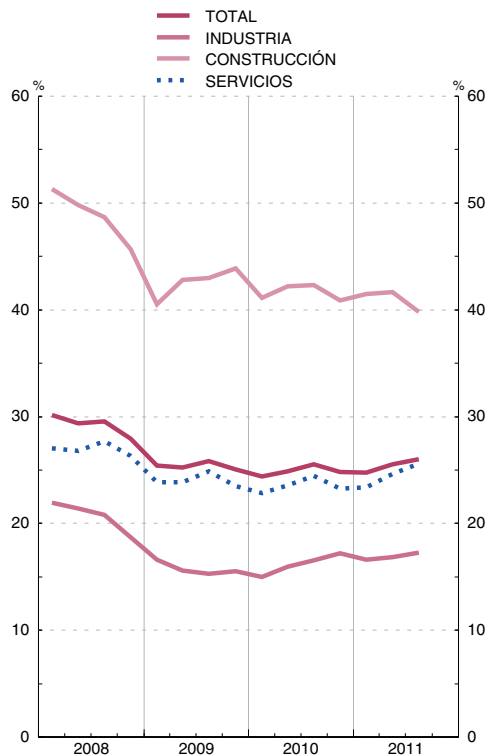
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: Ocupados ramas no agrarias
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
08	M	-0,5	-0,5	29,2	-5,1	-8,0	58,0	-1,3	-1,3	20,7	-10,4	-12,2	48,9	2,0	2,3	27,0	-0,3
09	M	-6,8	-6,0	25,4	-4,0	-0,1	59,0	-13,3	-13,1	15,8	-23,0	-25,0	42,6	-2,5	-1,3	24,0	-6,9
10	M	-2,3	-2,1	24,9	0,9	5,4	59,1	-5,9	-5,2	16,2	-12,6	-14,9	41,6	-0,3	-0,1	23,5	-2,4
10 I-III	M	-2,6	-2,4	24,9	0,2	4,6	58,4	-7,1	-6,7	15,8	-12,5	-14,8	41,9	-0,4	-0,2	23,6	-1,9
11 I-III	M	-1,5	-1,0	25,4	-5,7	-5,5	56,5	-1,6	-1,1	16,9	-14,6	-14,4	41,0	0,5	0,6	24,5	-1,9
09 I		-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6
II		-7,2	-6,6	25,2	-4,2	0,8	57,1	-13,7	-14,0	15,6	-24,6	-26,4	42,8	-2,7	-1,6	23,9	-7,4
III		-7,3	-6,5	25,9	-6,4	-3,5	56,9	-14,9	-15,0	15,3	-23,3	-24,5	43,0	-2,8	-1,7	24,9	-7,3
IV		-6,1	-5,0	25,1	-2,6	-1,5	59,2	-11,9	-11,4	15,5	-17,3	-17,6	43,9	-3,3	-1,8	23,5	-6,2
10 I		-3,6	-3,7	24,4	-0,3	2,4	62,7	-10,4	-10,9	15,0	-15,9	-17,2	41,1	-0,6	-0,5	22,8	-3,8
II		-2,5	-2,4	24,9	-1,1	1,1	57,1	-6,4	-5,6	15,9	-11,6	-14,8	42,2	-0,4	-0,2	23,6	-2,5
III		-1,7	-1,2	25,6	2,3	11,2	55,4	-4,4	-3,2	16,5	-9,8	-12,3	42,3	-0,3	0,2	24,5	-1,9
IV		-1,3	-1,2	24,8	2,8	7,7	61,3	-2,2	-0,7	17,2	-12,8	-15,1	40,9	0,2	0,1	23,3	-1,5
11 I		-1,3	-0,9	24,8	-6,2	-4,6	59,1	-2,3	-1,1	16,6	-10,2	-9,0	41,5	0,3	0,2	23,4	-1,1
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

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



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

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

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

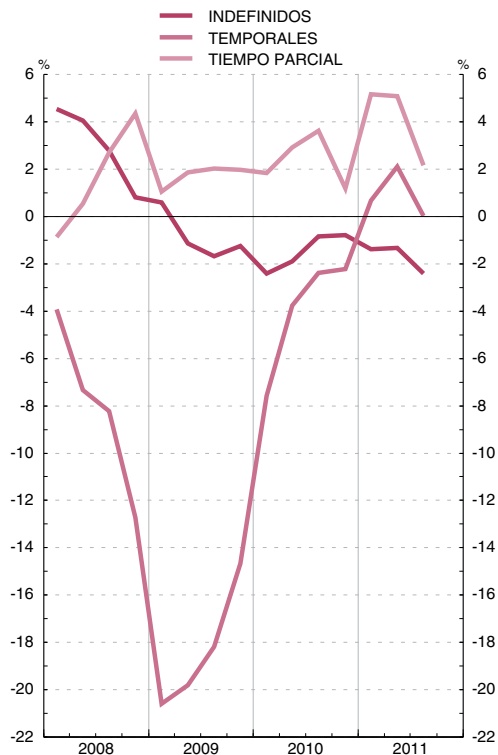
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

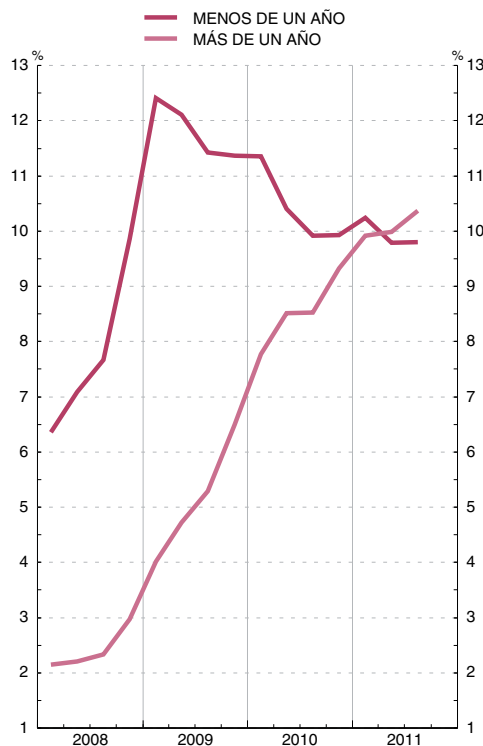
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados								Parados					
		Por tipo de contrato				Por duración de jornada				Por duración					
		Indefinido		Temporal		Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año			
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
08	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-112	-0,8	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0
09	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-1 036	-7,1	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0
10	M	-175	-1,5	-159	-4,0	24,91	-384	-2,8	50	2,4	13,95	10,40	-11,9	8,53	66,7
10 I-III	M	-202	-1,7	-184	-4,6	24,94	-266	-2,0	58	2,8	13,87	10,56	-11,8	8,27	77,1
11 I-III	M	-196	-1,7	36	0,9	25,44	-322	-2,4	89	4,2	14,60	9,94	-5,7	10,09	22,2
09 I		70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0
II		-135	-1,1	-981	-19,8	25,24	-1 155	-7,8	39	1,9	13,48	12,11	72,9	4,72	117,2
III		-197	-1,7	-899	-18,2	25,85	-1 136	-7,7	40	2,0	12,79	11,42	49,2	5,29	127,2
IV		-148	-1,3	-668	-14,7	25,08	-857	-6,0	42	2,0	13,87	11,37	14,8	6,50	117,8
10 I		-285	-2,4	-305	-7,6	24,39	-628	-4,6	39	1,8	13,99	11,36	-8,9	7,77	93,0
II		-224	-1,9	-149	-3,8	24,88	-436	-3,2	62	2,9	14,21	10,40	-14,0	8,51	80,6
III		-98	-0,8	-96	-2,4	25,56	-266	-2,0	73	3,6	13,42	9,92	-12,7	8,52	61,9
IV		-93	-0,8	-86	-2,2	24,82	-204	-1,5	26	1,2	14,20	9,93	-12,2	9,33	44,3
11 I		-158	-1,4	26	0,7	24,77	-243	-1,8	110	5,2	14,84	10,24	-9,6	9,92	27,9
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

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



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

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

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

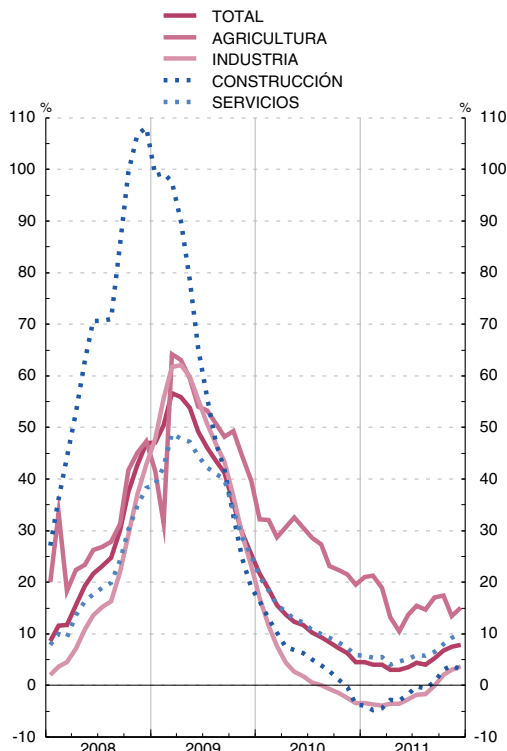
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

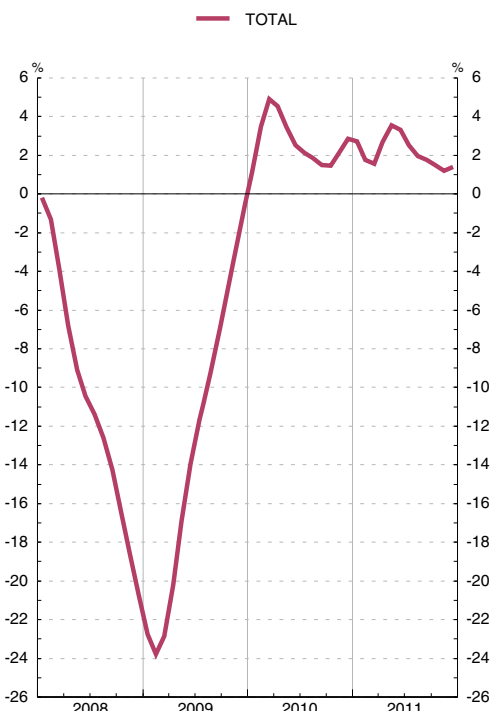
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentaje s/total			Total			
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12		
						Total	Agricultura	No agrícola										Miles de personas	1 T 12
		7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17							
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8	
09	M	3 644	1 104	43,5	35,7	45,3	49,9	45,2	47,7	62,5	40,0	1 168	-15,5	9,41	27,97	90,59	1 165	-14,2	
10	M	4 061	417	11,4	35,1	9,9	27,4	9,4	3,1	5,7	12,1	1 201	2,8	8,55	29,26	91,45	1 191	2,3	
10	E-D	M	4 061	417	11,4	35,1	9,9	27,4	9,4	3,1	5,7	1 201	2,8	8,55	29,26	91,45	1 191	2,3	
11	E-D	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
10	Nov		4 110	241	6,2	24,1	4,8	21,5	4,2	-2,4	-0,4	7,2	1 257	4,4	8,60	30,86	91,40	1 243	4,5
	Dic		4 100	176	4,5	24,7	2,9	19,5	2,4	-3,4	-3,7	5,8	1 190	4,6	7,83	28,24	92,17	1 165	5,4
11	Ene		4 231	183	4,5	25,5	2,9	21,0	2,3	-3,4	-3,9	5,7	1 116	6,3	9,21	26,03	90,79	1 116	8,3
	Feb		4 299	169	4,1	24,0	2,5	21,3	1,9	-3,7	-4,7	5,4	1 011	-1,6	9,33	28,08	90,67	1 004	-1,9
	Mar		4 334	167	4,0	20,8	2,6	18,9	2,1	-3,9	-4,4	5,5	1 155	-2,9	9,62	29,94	90,38	1 148	-2,5
	Abr		4 269	127	3,1	16,3	1,9	13,2	1,5	-3,6	-2,8	4,1	1 067	-1,1	9,02	31,13	90,98	1 083	1,3
	May		4 190	123	3,0	12,5	2,2	10,5	1,9	-3,5	-3,0	4,7	1 289	9,0	8,00	30,28	92,00	1 306	9,0
	Jun		4 122	139	3,5	9,3	3,0	13,7	2,6	-2,7	-1,7	5,1	1 313	1,1	7,23	31,54	92,77	1 304	4,8
	Jul		4 080	171	4,4	8,8	4,0	15,5	3,6	-1,8	-0,2	5,9	1 349	-3,4	6,66	33,44	93,34	1 346	-2,9
	Ago		4 131	161	4,1	7,2	3,8	14,7	3,4	-1,7	-0,6	5,8	1 061	5,1	6,23	30,37	93,77	1 075	5,3
	Sep		4 227	209	5,2	8,9	4,8	17,0	4,4	-0,1	0,7	6,6	1 394	0,2	7,51	33,30	92,49	1 473	2,2
	Oct		4 361	275	6,7	8,7	6,5	17,5	6,1	2,0	3,0	8,0	1 295	-3,8	7,51	35,30	92,49	1 333	2,9
	Nov		4 420	310	7,5	7,3	7,6	13,4	7,4	3,1	3,9	9,3	1 218	-3,2	6,89	31,05	93,11	1 206	-2,9
	Dic		4 422	322	7,9	6,1	8,0	15,1	7,8	3,6	3,0	10,1	1 165	-2,0	5,64	27,79	94,36	1 165	0,0

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

a. Hasta diciembre de 2008, CNAE 1993; desde enero de 2009, CNAE 2009.

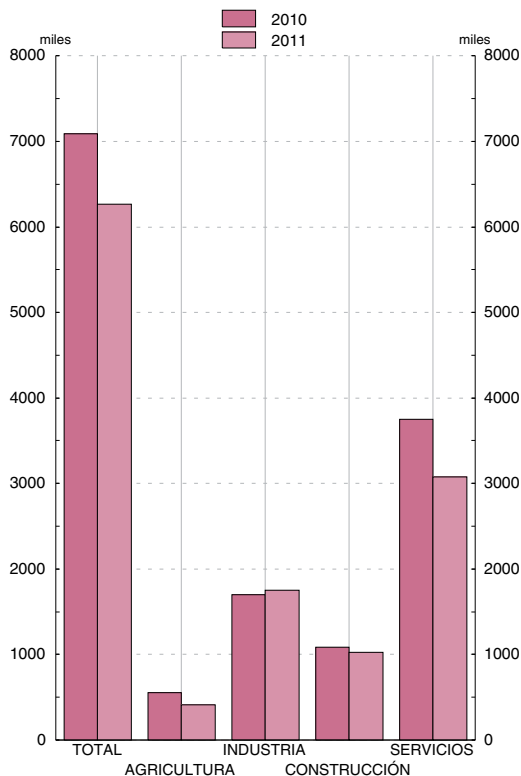
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

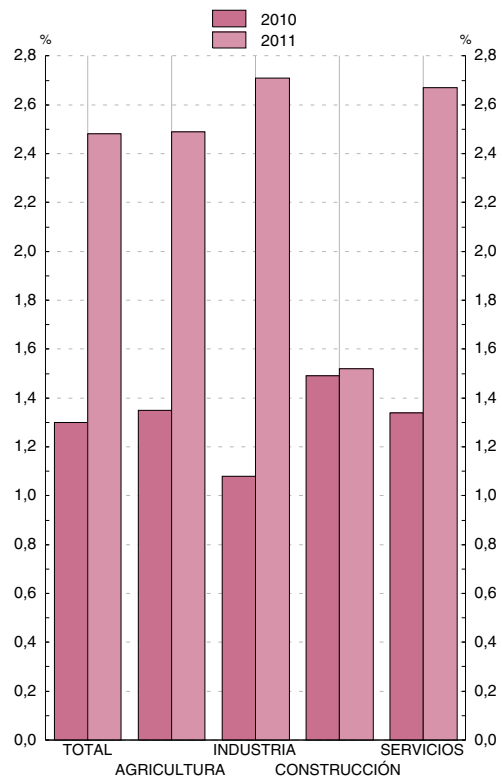
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7 (c)	8 (c)	9 (c)	10 (c)	11	12	13	14 (c)	15 (c)	16 (c)	17 (c)	
08	11 968	3,60	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
09	11 558	2,24	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
10	10 036	2,15	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
10 Jul	9 932	2,14	3 548	224	3 771	-3 665	235	1 100	66	2 371	1,30	1,13	1,29	1,58	1,02	1,41	1,38
Ago	9 933	2,14	3 766	290	4 056	-3 391	236	1 319	66	2 435	1,29	1,10	1,28	1,58	1,01	1,41	1,39
Sep	9 994	2,15	4 786	344	5 130	-2 698	238	1 354	910	2 628	1,32	1,09	1,31	1,58	1,02	1,49	1,37
Oct	10 035	2,15	5 381	821	6 202	-2 183	429	1 537	1 084	3 153	1,33	1,10	1,30	1,39	1,04	1,49	1,34
Nov	10 035	2,15	6 047	917	6 964	-1 625	520	1 664	1 084	3 696	1,32	1,09	1,29	1,32	1,08	1,49	1,32
Dic	10 036	2,15	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
11 Ene	5 822	2,45	1 372	0	1 373	219	210	438	12	712	2,98	0,50	2,98	2,90	2,95	1,62	3,04
Feb	5 839	2,45	2 230	0	2 230	837	263	712	32	1 223	3,12	0,50	3,12	2,81	3,16	3,45	3,15
Mar	5 971	2,47	2 754	26	2 780	901	263	1 064	155	1 298	3,08	1,66	3,06	2,81	3,27	1,81	3,10
Abr	6 085	2,49	2 984	41	3 025	244	263	1 149	228	1 384	3,03	1,63	3,01	2,81	3,17	1,72	3,14
May	6 092	2,49	3 935	71	4 007	923	263	1 193	644	1 906	2,82	1,95	2,80	2,81	3,11	1,58	3,02
Jun	6 105	2,49	4 355	365	4 719	1 116	345	1 270	854	2 251	2,82	1,41	2,71	2,55	3,08	1,52	2,97
Jul	6 222	2,48	4 495	509	5 004	1 232	351	1 306	918	2 429	2,77	1,59	2,65	2,53	3,04	1,52	2,89
Ago	6 222	2,48	4 506	518	5 024	968	351	1 309	919	2 445	2,77	1,60	2,65	2,53	3,04	1,52	2,88
Sep	6 262	2,48	4 513	609	5 122	-7	352	1 374	919	2 476	2,77	1,64	2,63	2,54	2,99	1,52	2,87
Oct	6 267	2,48	4 777	731	5 508	-694	372	1 404	932	2 800	2,73	1,73	2,60	2,51	2,99	1,52	2,78
Nov	6 267	2,48	4 972	1 092	6 064	-900	412	1 693	964	2 994	2,71	1,61	2,51	2,49	2,76	1,52	2,69
Dic	6 267	2,48	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

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-diciembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-diciembre



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2010, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2011 no incorpora tales revisiones.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

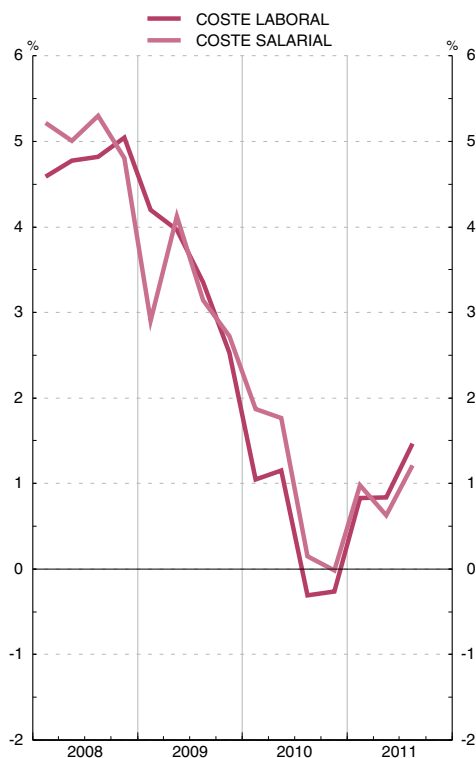
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

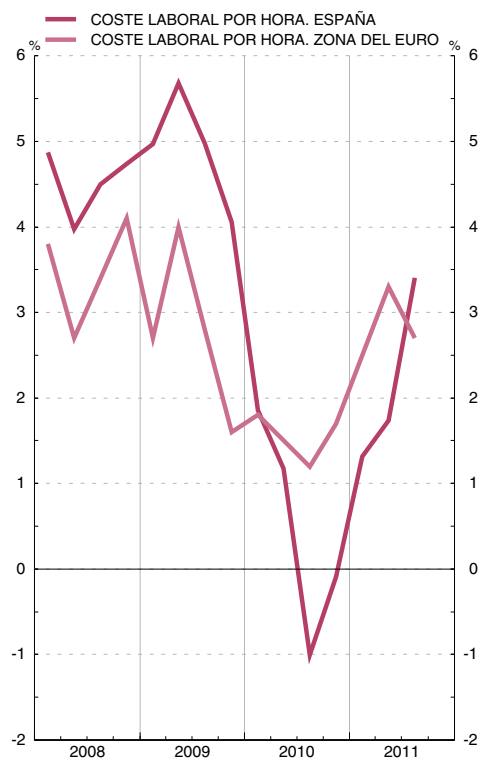
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: Coste laboral por hora efectiva (a)	
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		España (b)	Zona del euro (c)
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
08	M	4,8	4,4	6,3	4,9	4,6	5,1	4,8	6,3	5,0	4,9	4,1	4,5	3,5
09	M	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	4,9	2,8
10	M	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,4	1,6
10 I-III	M	0,6	2,2	0,1	0,5	0,4	1,3	2,9	0,8	0,9	1,1	-1,1	0,6	1,5
11 I-III	M	1,0	1,7	2,6	0,8	2,1	0,9	3,0	2,5	0,3	2,0	1,3	2,2	2,8
09 I		4,2	3,8	6,5	4,1	3,7	2,9	1,2	4,6	3,0	2,4	7,8	5,0	2,7
II		4,0	3,1	6,3	4,1	9,6	4,1	2,4	5,8	4,3	9,8	3,5	5,7	4,0
III		3,4	2,9	5,0	3,5	4,2	3,1	2,0	4,9	3,2	3,9	3,9	5,0	2,8
IV		2,5	2,7	4,1	2,5	5,1	2,7	2,5	5,3	2,5	5,3	1,9	4,1	1,6
10 I		1,0	2,1	0,7	1,0	2,1	1,9	2,8	1,9	1,6	2,9	-1,1	1,9	1,8
II		1,2	2,5	0,4	1,1	0,8	1,8	3,0	1,4	1,6	1,4	-0,6	1,2	1,5
III		-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-1,0	1,2
IV		-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-0,1	1,7
11 I		0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	1,3	2,5
II		0,8	1,6	3,0	0,6	1,5	0,6	3,1	3,2	-0,2	1,3	1,5	1,7	3,3
III		1,5	2,2	1,8	1,4	4,8	1,2	2,8	1,9	0,8	4,5	2,2	3,4	2,7

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta Trimestral de Coste Laboral e Índice de Coste Laboral Armonizado) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Corregido de efecto calendario.

b. Índice de Coste Laboral Armonizado (base 2008).

c. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica.

4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

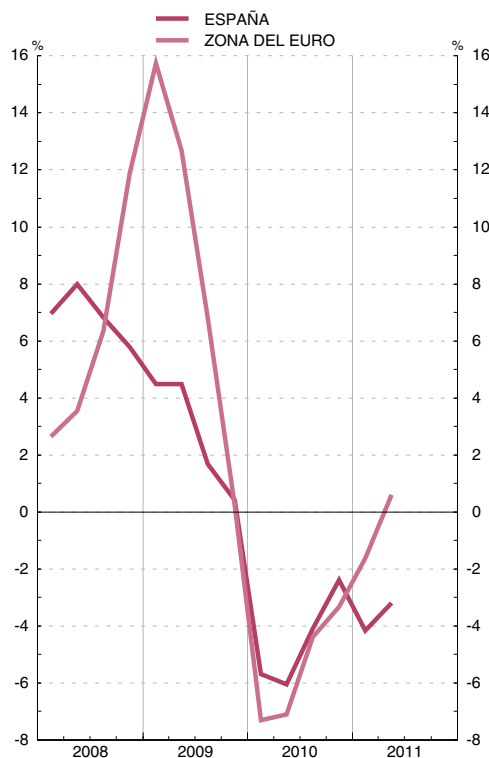
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria			
		Total economía		Manufacturas		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España (d)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (d)	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
08	P	4,9	3,8	6,9	6,1	6,4	3,2	1,4	-0,5	0,9	0,3	-0,5	0,8
09	P	1,0	4,0	2,8	8,9	4,1	1,5	3,1	-2,4	-3,7	-4,2	-6,6	-1,8
10	P	-1,5	-0,7	-4,6	-5,5	0,7	1,6	2,3	2,3	-0,1	1,8	-2,4	-0,5
08	III	5,2	3,9	6,8	6,3	6,3	3,4	1,1	-0,5	0,3	0,0	-0,8	0,5
	IV	4,2	5,0	5,8	11,9	6,2	2,9	2,0	-2,0	-1,4	-2,1	-3,3	-0,1
09	I	1,9	6,3	4,5	15,7	4,8	1,9	2,9	-4,1	-3,5	-5,3	-6,2	-1,2
	II	1,7	4,9	4,5	12,7	4,5	1,4	2,8	-3,4	-4,4	-5,1	-7,1	-1,8
	III	0,3	3,5	1,7	6,8	3,9	1,4	3,6	-2,1	-3,9	-4,2	-7,2	-2,2
	IV	0,0	1,3	0,4	0,2	3,2	1,3	3,1	-0,0	-3,0	-2,1	-6,0	-2,1
10	I	-0,9	-1,0	-5,7	-7,3	1,7	1,4	2,7	2,4	-1,4	1,0	-3,9	-1,4
	II	-0,9	-1,0	-6,0	-7,1	1,5	1,8	2,5	2,8	-0,0	2,1	-2,4	-0,7
	III	-1,9	-0,8	-4,1	-4,4	-0,1	1,5	1,8	2,3	0,2	2,1	-1,6	-0,2
	IV	-2,3	-0,1	-2,4	-3,3	-0,4	1,7	2,0	1,8	0,6	2,0	-1,4	0,2
11	I	-1,5	0,4	-4,2	-1,6	0,8	2,5	2,4	2,1	0,9	2,4	-1,4	0,3
	II	-1,5	1,3	-3,2	0,6	0,2	2,5	1,7	1,2	0,7	1,7	-1,0	0,5

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Ramas industriales.

c. Ramas industriales y energía.

d. Empleo equivalente a tiempo completo.

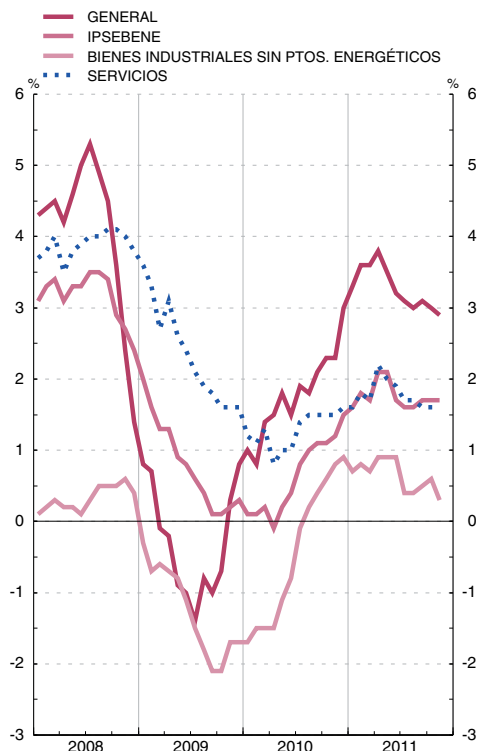
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

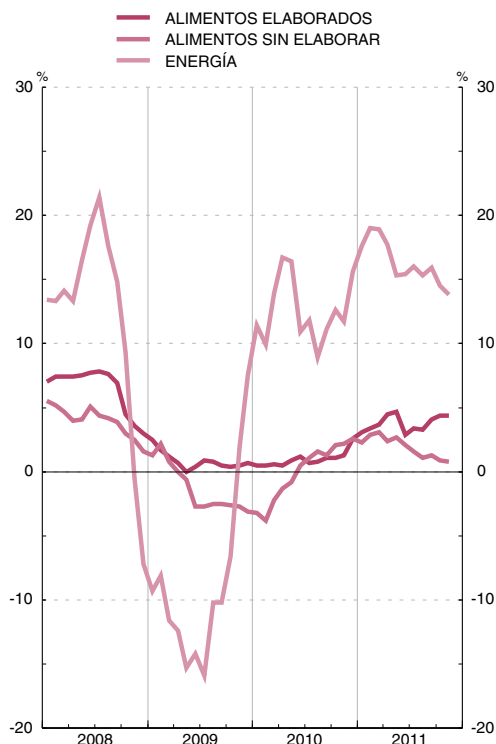
Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T ₁₂ ¹)							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
	Serie original	m ₁ ¹ (a)	T ₁₂ ¹ (b)	s/T _{dic} ¹ (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ₁₂ ¹	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,0	3,1
09	M	106,7	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3
10	M	108,6	—	1,8	3,0	0,0	1,0	-0,4	12,6	1,3	0,6	100,8	6,2
10 E-N	M	108,4	0,2	1,7	0,6	-0,2	0,8	-0,6	12,3	1,3	0,6	101,3	5,9
11 E-N	M	111,9	0,2	3,3	0,8	1,9	3,8	0,6	16,3	1,8	1,8	...	...
10 Ago		108,6	0,3	1,8	0,8	1,6	0,8	0,2	8,9	1,5	1,0	88,5	5,1
Sep		108,7	0,1	2,1	0,9	1,3	1,1	0,4	11,1	1,5	1,1	97,6	8,0
Oct		109,7	0,9	2,3	1,8	2,1	1,1	0,6	12,6	1,5	1,1	100,9	10,3
Nov		110,3	0,5	2,3	2,4	2,2	1,3	0,8	11,7	1,5	1,2	101,7	10,3
Dic		111,0	0,6	3,0	3,0	2,6	2,6	0,9	15,6	1,6	1,5	103,1	8,5
11 Ene		110,2	-0,7	3,3	-0,7	2,3	3,1	0,7	17,6	1,6	1,6	99,0	3,7
Feb		110,3	0,1	3,6	-0,6	2,9	3,4	0,8	19,0	1,8	1,8	105,2	1,3
Mar		111,1	0,7	3,6	0,1	3,1	3,7	0,7	18,9	1,7	1,7	105,5	-5,2
Abr		112,5	1,2	3,8	1,4	2,4	4,5	0,9	17,7	2,2	2,1	105,7	-4,7
May		112,5	-	3,5	1,3	2,7	4,7	0,9	15,3	2,0	2,1	106,5	-8,1
Jun		112,3	-0,1	3,2	1,2	2,1	2,9	0,9	15,4	1,9	1,7	108,6	6,7
Jul		111,7	-0,5	3,1	0,7	1,6	3,4	0,4	16,0	1,7	1,6	91,5	5,1
Ago		111,9	0,1	3,0	0,8	1,1	3,3	0,4	15,3	1,7	1,6	92,2	4,2
Sep		112,1	0,2	3,1	1,0	1,3	4,1	0,5	15,9	1,6	1,7	102,7	5,2
Oct		113,0	0,8	3,0	1,8	0,9	4,4	0,6	14,5	1,6	1,7	...	...
Nov		113,5	0,4	2,9	2,2	0,8	4,4	0,3	13,8	1,6	1,7	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

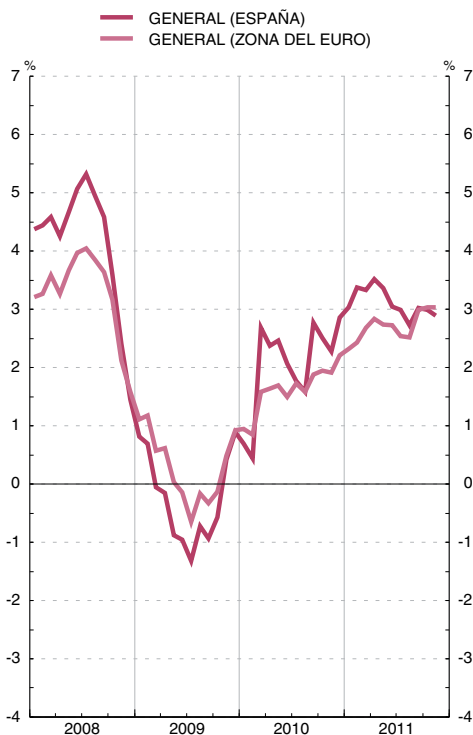
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

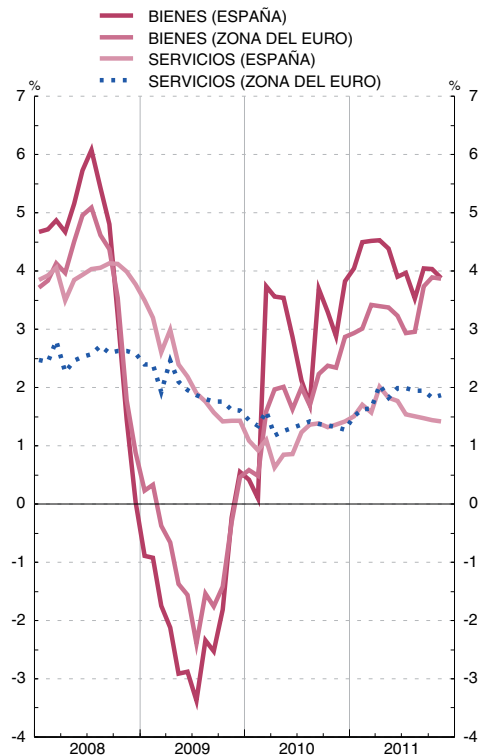
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios				
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro	
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía				
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18			
08	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6	
09	M	-0,2	0,3	-1,8	-0,9	0,2	0,7	1,0	1,1	-0,7	0,2	-2,9	-1,7	-0,9	0,6	-9,0	-8,1	2,2	2,0	
10	M	2,0	1,6	2,7	1,8	1,1	1,1	1,4	0,9	0,7	1,3	3,5	2,2	0,3	0,5	12,5	7,4	1,1	1,4	
10	E-N	M	2,0	1,6	2,5	1,7	0,9	1,0	1,2	0,9	1,2	3,4	2,1	0,3	0,5	12,2	7,0	1,1	1,4	
11	E-N	MP	3,1	2,7	4,1	3,3	2,9	2,7	4,3	3,2	1,3	1,8	4,8	3,7	0,5	0,7	16,2	12,1	1,6	1,8
10	Ago		1,6	1,6	1,7	1,7	1,3	1,6	1,1	1,0	1,7	2,5	1,8	-0,7	0,3	8,9	6,1	1,4	1,4	
	Sep		2,8	1,9	3,7	2,2	0,7	1,5	1,4	1,0	-	2,3	5,3	2,6	3,2	0,9	11,0	7,7	1,4	1,4
	Oct		2,5	1,9	3,3	2,4	1,3	1,6	1,3	1,2	1,2	2,3	4,4	2,7	1,5	0,8	12,6	8,5	1,3	1,4
	Nov		2,3	1,9	2,9	2,3	1,5	1,8	1,4	1,3	1,6	2,6	3,6	2,6	0,7	0,9	11,7	7,9	1,4	1,3
	Dic		2,9	2,2	3,8	2,9	2,6	2,1	3,1	1,5	2,0	3,2	4,5	3,2	0,5	0,7	15,6	11,0	1,4	1,3
11	Ene		3,0	2,3	4,0	2,9	2,2	1,9	3,7	1,8	0,7	2,2	5,0	3,4	0,3	0,5	17,6	12,0	1,5	1,5
	Feb		3,4	2,4	4,5	3,0	2,8	2,3	4,0	2,0	1,6	2,7	5,4	3,4	0,3	0,1	19,0	13,1	1,7	1,6
	Mar		3,3	2,7	4,5	3,4	2,7	2,4	4,3	2,5	1,1	2,2	5,5	4,0	0,6	0,9	18,9	13,0	1,6	1,6
	Abr		3,5	2,8	4,5	3,4	3,0	2,2	5,3	2,8	0,6	1,4	5,4	4,0	0,8	1,0	17,6	12,5	2,0	2,0
	May		3,4	2,7	4,4	3,4	3,7	2,8	5,5	3,2	1,8	2,4	4,8	3,6	0,8	1,0	15,3	11,1	1,8	1,8
	Jun		3,0	2,7	3,9	3,2	2,4	2,7	3,0	3,1	1,7	2,0	4,8	3,5	0,8	0,9	15,3	10,9	1,8	2,0
	Jul		3,0	2,5	4,0	2,9	2,9	2,6	3,6	3,4	2,0	1,3	4,5	3,1	0,2	-	15,9	11,8	1,5	2,0
	Ago		2,7	2,5	3,5	3,0	2,1	2,7	3,6	3,6	0,5	1,1	4,3	3,1	0,1	-	15,3	11,8	1,5	1,9
	Sep		3,0	3,0	4,0	3,7	3,3	3,0	4,6	4,0	1,8	1,4	4,5	4,1	0,2	1,2	15,9	12,4	1,5	1,9
	Oct		3,0	3,0	4,0	3,9	3,3	3,3	5,0	4,3	1,5	1,8	4,4	4,2	0,6	1,3	14,5	12,4	1,4	1,8
	Nov	P	2,9	3,0	3,9	3,9	3,3	3,4	5,1	4,3	1,5	1,9	4,2	4,1	0,5	1,3	13,7	12,3	1,4	1,9

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Desde enero de 2011 se han incorporado las normas del Reglamento CE Nº330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.europa.eu.int)

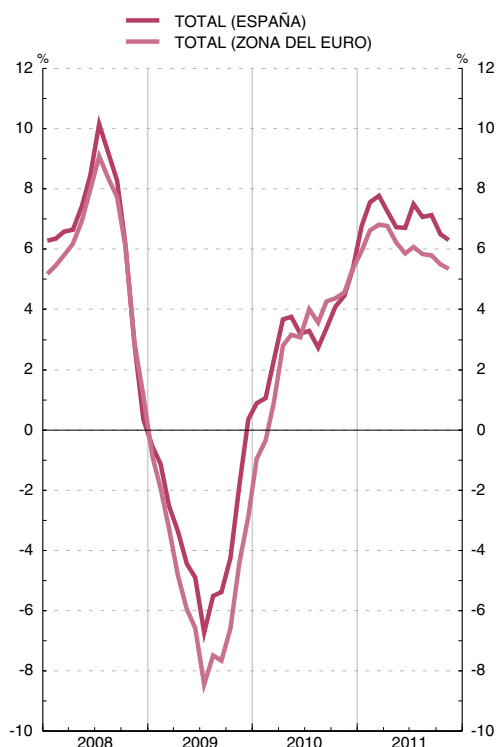
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

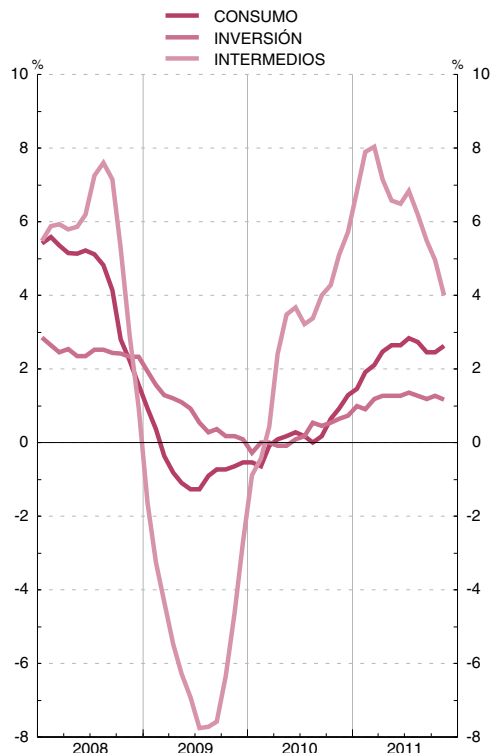
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m ₁	T ₁₂	m ₁	T ₁₂	m ₁	T ₁₂	m ₁	T ₁₂	m ₁	T ₁₂	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía
			1	(a)	12	(a)	12	(a)	12	(a)	12	(a)	12	12	12	12	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
08	MP	116,3	-	6,5	-	4,4	-	2,5	-	5,5	-	14,3	6,1	3,9	2,1	3,9	14,3
09	MP	112,4	-	-3,4	-	-0,6	-	0,8	-	-5,4	-	-6,8	-5,1	-2,1	0,5	-5,2	-11,5
10	MP	115,9	-	3,2	-	0,2	-	0,2	-	2,9	-	9,8	2,9	0,4	0,3	3,5	6,5
10 E-N	MP	115,7	-	3,0	-	0,1	-	0,2	-	2,6	-	9,5	2,7	0,2	0,3	3,2	6,0
11 E-N	MP	123,8	-	7,0	-	2,4	-	1,2	-	6,4	-	17,3	6,1	3,1	1,4	6,2	12,1
10 Ago	P	116,1	0,1	2,7	0,3	-	0,2	0,5	0,6	3,4	-0,9	7,0	3,6	0,5	0,7	4,7	7,3
Sep	P	116,3	0,2	3,4	0,3	0,2	0,1	0,5	0,5	4,0	-0,2	9,1	4,3	0,8	0,7	5,1	9,3
Oct	P	117,0	0,6	4,1	0,1	0,6	-	0,5	0,2	4,3	1,9	10,5	4,4	1,2	0,7	5,5	8,7
Nov	P	117,4	0,3	4,4	-	0,9	0,1	0,6	0,4	5,1	1,0	10,7	4,6	1,5	0,9	5,8	8,8
Dic	P	118,5	0,9	5,3	0,3	1,3	-	0,7	0,7	5,7	2,7	13,5	5,4	1,8	0,7	6,3	11,2
11 Ene	P	121,3	2,4	6,8	0,5	1,5	0,5	1,0	1,7	6,8	6,7	17,3	5,9	2,1	1,2	7,3	11,7
Feb	P	122,4	0,9	7,6	0,5	1,9	0,1	0,9	1,2	7,9	1,4	18,5	6,6	2,5	1,4	8,2	12,6
Mar	P	123,5	0,9	7,8	0,3	2,1	0,2	1,2	0,6	8,0	2,3	18,6	6,8	2,8	1,4	8,1	13,0
Abr	P	124,2	0,6	7,3	0,4	2,5	0,1	1,3	0,5	7,1	1,1	17,1	6,8	3,4	1,4	7,3	13,2
May	P	123,8	-0,3	6,7	0,1	2,6	-	1,3	0,2	6,6	-1,3	15,4	6,2	3,5	1,2	6,6	11,8
Jun	P	123,9	0,1	6,7	0,1	2,6	0,1	1,3	-0,1	6,5	0,1	15,4	5,9	3,4	1,3	6,3	10,7
Jul	P	124,7	0,6	7,5	0,2	2,8	0,1	1,4	0,1	6,8	2,1	17,9	6,1	3,3	1,5	6,1	11,9
Ago	P	124,3	-0,3	7,1	0,2	2,7	0,1	1,3	-	6,2	-1,5	17,2	5,8	3,3	1,5	5,7	11,4
Sep	P	124,6	0,2	7,1	-	2,5	-	1,2	-0,2	5,5	1,1	18,8	5,8	3,4	1,5	5,0	12,2
Oct	P	124,6	-	6,5	0,1	2,4	0,1	1,3	-0,3	5,0	0,5	17,3	5,5	3,4	1,5	4,1	12,3
Nov	P	124,8	0,2	6,3	0,2	2,6	-	1,2	-0,5	4,0	0,8	17,1	5,3	3,4	1,4	3,5	12,3

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.

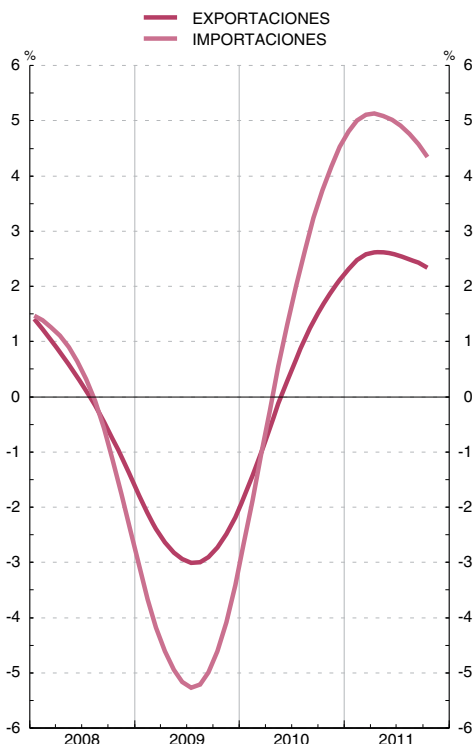
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

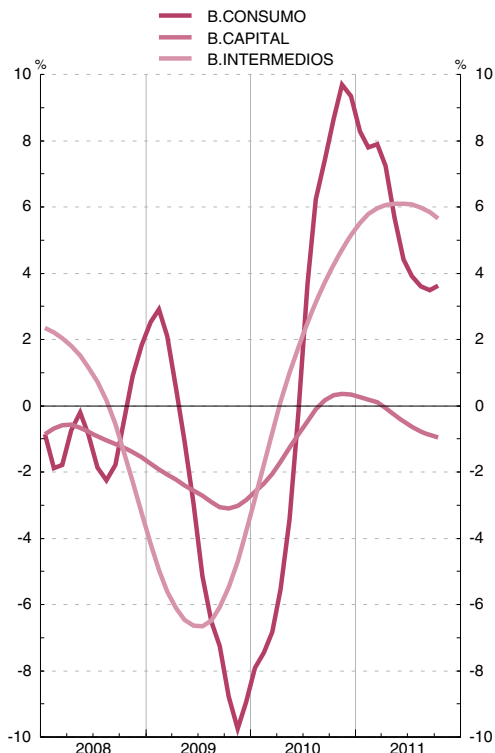
Tasas de variación interanual

	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	
08	1,6	0,4	0,5	2,6	28,7	0,4	4,2	-1,0	2,3	6,6	24,2	0,5
09	-6,8	-3,5	-5,4	-9,3	-31,0	-6,8	-11,8	-3,6	-5,6	-16,1	-30,3	-9,8
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
10 E-O	1,3	2,6	-5,1	1,6	16,3	0,7	3,8	-0,4	1,3	5,9	26,3	0,1
11 E-O	5,0	4,4	1,1	6,0	30,3	3,7	8,6	5,4	-0,9	10,6	25,8	5,3
10 May	6,2	3,1	-15,0	12,7	23,1	12,1	5,1	-7,0	3,3	10,5	40,2	2,4
Jun	1,0	1,3	-11,0	3,2	15,0	2,7	5,2	-0,2	-0,6	7,6	32,5	0,6
Jul	1,3	3,8	-9,9	2,1	21,3	0,8	5,0	5,1	1,1	4,8	22,6	-0,5
Ago	6,9	4,4	-1,5	9,1	27,4	7,4	11,1	12,2	7,0	10,7	20,8	7,4
Sep	4,3	5,0	9,6	2,9	17,9	2,0	6,2	3,4	14,8	6,7	20,6	2,9
Oct	4,0	7,7	1,5	2,1	23,9	0,8	8,0	10,3	6,3	7,0	22,9	2,5
Nov	3,6	5,7	-6,8	3,8	24,6	2,4	8,6	12,0	6,1	7,1	19,4	3,4
Dic	2,8	5,7	-4,5	2,2	13,4	1,3	9,5	11,4	9,4	8,3	26,8	1,7
11 Ene	5,8	5,3	-3,9	7,9	48,3	5,5	11,5	6,5	-7,8	15,4	30,5	9,0
Feb	6,7	5,1	3,6	8,3	24,1	6,8	10,1	6,0	0,6	12,5	30,4	6,9
Mar	6,6	2,6	4,0	10,0	41,4	8,1	11,4	10,1	12,9	11,6	33,7	5,9
Abr	9,5	11,8	1,6	9,4	29,6	7,2	11,0	9,7	2,7	12,1	25,9	7,2
May	0,7	4,6	4,0	-2,8	27,6	-5,0	3,9	4,7	-5,1	4,3	19,0	0,6
Jun	4,2	0,8	2,9	6,3	27,5	4,3	7,3	2,4	-1,7	9,8	20,4	5,3
Jul	4,6	2,9	4,7	5,6	29,1	3,6	9,3	4,2	-1,2	12,3	26,7	7,2
Ago	2,1	2,1	-6,3	3,3	21,5	2,0	5,3	3,8	-3,3	6,8	21,3	1,2
Sep	3,7	5,3	-3,8	4,0	24,4	2,2	7,1	1,7	-8,3	10,8	25,9	3,7
Oct	6,1	3,3	4,0	7,9	28,1	2,9	8,6	5,1	2,3	10,9	24,4	6,4

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

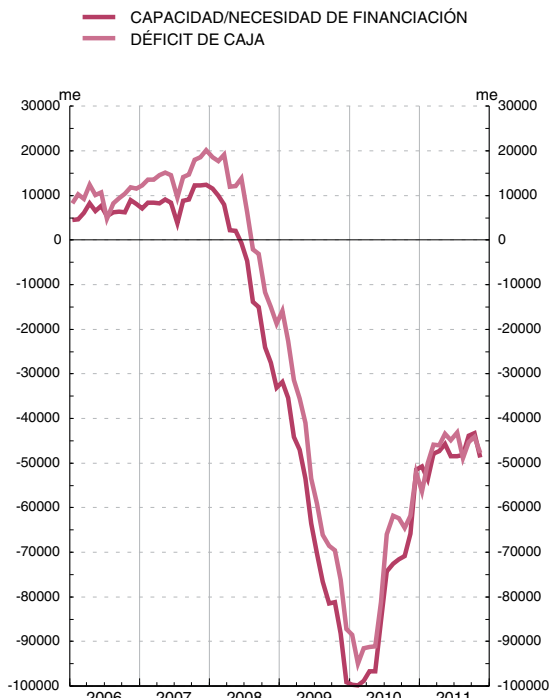
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

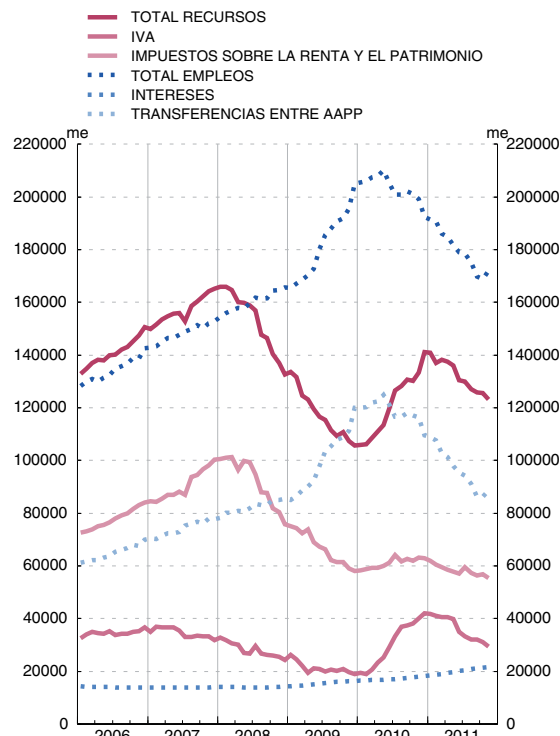
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
06	8 158	150 661	36 607	11 333	5 322	83 998	13 401	142 503	16 839	13 820	69 874	5 810	36 160	11 471	141 847	130 375
07	12 365	165 285	31 885	12 938	6 636	100 446	13 380	152 920	18 006	14 032	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	-33 125	132 614	24 277	12 715	6 989	75 803	12 830	165 739	19 179	14 224	85 576	5 724	41 036	-18 747	129 336	148 082
09	-99 130	105 783	18 919	11 586	8 125	58 156	8 997	204 913	20 176	16 392	120 013	5 617	42 715	-87 281	102 038	189 319
10	P -51 448	141 061	41 995	11 798	7 722	62 838	16 708	192 509	20 125	18 103	109 650	4 243	40 388	-52 235	127 337	179 572
10 E-N	P -55 203	110 030	33 011	10 811	4 881	53 058	8 269	165 233	17 362	16 401	97 612	1 332	32 526	-43 047	119 210	162 257
11 E-N	A -52 474	92 194	20 529	7 170	4 701	45 651	14 143	144 668	17 268	19 906	76 676	1 807	29 011	-38 549	97 314	135 863
10 Nov	P -6 873	8 355	1 788	986	216	4 024	1 341	15 228	1 462	1 594	9 008	168	2 996	-8 198	7 313	15 511
10 Dic	P 3 755	31 031	8 984	987	2 841	9 780	8 439	27 276	2 763	1 702	12 038	2 911	7 862	-9 188	8 127	17 315
11 Ene	A -14 324	-4 597	-7 931	815	274	1 769	476	9 727	1 372	1 870	4 017	-	2 468	-7 706	9 484	17 190
11 Feb	A 429	14 221	12 027	464	216	1 330	184	13 792	1 418	1 433	7 254	9	3 678	2 125	13 447	11 322
11 Mar	A 2 401	14 431	4 785	446	1 363	6 207	1 630	12 030	1 484	1 806	5 804	364	2 572	-3 579	4 522	8 101
11 Abr	A -5 450	7 378	693	659	431	4 485	1 110	12 828	1 490	1 790	6 983	218	2 347	3 018	16 196	13 178
11 May	A -11 070	1 584	-111	631	83	-786	1 767	12 654	1 500	1 842	6 649	166	2 497	-7 939	958	8 897
11 Jun	A -219	13 667	4 322	773	281	6 113	2 178	13 886	2 623	1 831	6 200	112	3 120	-9 414	1 081	10 495
11 Jul	A -10 774	6 217	-142	810	128	5 076	345	16 991	1 460	1 918	10 421	249	2 943	2 886	15 698	12 812
11 Ago	A -1 854	8 102	171	524	375	5 465	1 567	9 956	1 411	1 873	4 348	41	2 283	-13 073	2 277	15 350
11 Sep	A 3 762	14 519	5 931	934	420	5 997	1 237	10 757	1 521	1 852	5 109	216	2 059	2 602	10 419	7 818
11 Oct	A -3 052	10 697	618	564	373	7 333	1 809	13 749	1 501	1 846	8 302	203	1 897	4 347	19 165	14 818
11 Nov	A -12 323	5 975	166	550	757	2 662	1 840	18 298	1 488	1 845	11 589	229	3 147	-11 815	4 068	15 882

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL (Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

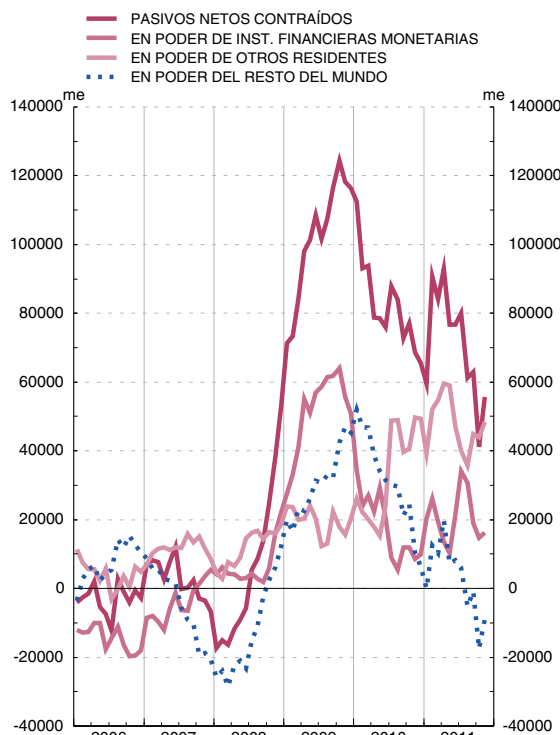
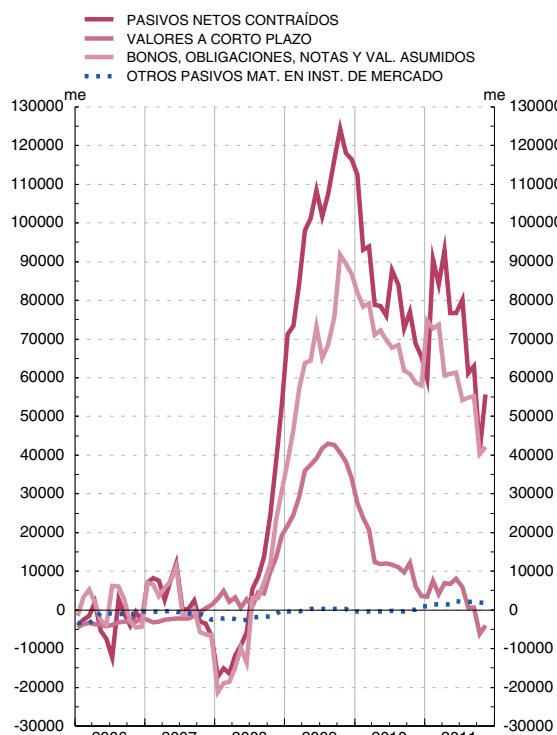
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Pasivos netos contraídos													Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)
		Adquisiciones netas de activos financieros		Del cual							Por sectores de contrapartida				
		Total	Del cual	Total	En monedas distintas de la peseta/euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo	
											Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
06	8 158	5 357	-200	-2 801	-1 195	-2 198	-4 346	-486	-418	4 646	-13 158	-18 000	4 841	10 357	-7 448
07	12 365	5 657	65	-6 708	-118	1 206	-6 475	-519	-2 495	1 575	13 875	5 342	8 533	-20 582	-8 282
08	-33 125	19 881	4 337	53 006	1 227	19 355	30 868	-520	-40	3 343	40 774	22 233	18 541	12 232	49 664
09	-99 130	17 203	-4 197	116 333	1 524	34 043	86 835	-535	-510	-3 500	71 031	50 819	20 212	45 302	119 833
10	P -51 448	14 028	-5	65 476	-726	3 616	57 958	-544	907	3 538	59 179	9 809	49 370	6 297	61 938
10 E-N	P -55 203	17 889	-10	73 092	-921	5 732	51 450	-544	487	15 966	64 715	5 895	58 820	8 377	57 125
11 E-N	A -52 474	10 850	-200	63 324	-1 454	-1 861	35 597	-537	1 403	28 721	70 182	12 314	57 868	-6 858	34 602
10 Nov	P -6 873	-4 092	-2 700	2 781	15	-1 919	8 406	-	148	-3 855	7 791	1 640	6 151	-5 011	6 635
10 Dic	P 3 755	-3 861	7	-7 616	195	-2 116	6 508	-	420	-12 428	-5 536	3 914	-9 450	-2 080	4 812
11 Ene	A -14 324	1 811	-0	16 135	15	-806	4 766	-	6	12 169	13 712	-518	14 230	2 423	3 966
11 Feb	A 429	17 141	-4	16 712	14	1 979	7 972	-	530	6 231	11 096	1 855	9 241	5 616	10 481
11 Mar	A 2 401	-184	-195	-2 585	-5	-2 423	13 480	-	-23	-13 619	-4 617	2 141	-6 758	2 033	11 034
11 Abr	A -5 450	13 498	18 220	18 948	-4	-259	-9 917	-537	-4	29 664	13 702	-2 223	15 925	5 246	-10 716
11 May	A -11 070	-19 399	-18 220	-8 329	15	436	8 307	-	0	-17 072	5 492	4 487	1 005	-13 821	8 743
11 Jun	A -219	281	80	500	-37	2 444	9 324	-	918	-12 186	-1 852	11 029	-12 880	2 352	12 686
11 Jul	A -10 774	11 064	-82	21 838	-1 454	336	-15 631	-	5	37 128	25 664	-1 370	27 035	-3 826	-15 290
11 Ago	A -1 854	-25 714	1	-23 860	11	-2 795	5 710	-	14	-26 789	-14 578	-5 816	-8 762	-9 282	2 929
11 Sep	A 3 762	11 247	1	7 485	-25	707	9 217	-	-38	-2 401	2 328	177	2 150	5 158	9 886
11 Oct	A -3 052	-3 904	0	-852	5	-1 682	-7 751	-	-15	8 595	5 465	-553	6 017	-6 317	-9 448
11 Nov	A -12 323	5 008	0	17 331	11	203	10 119	-	9	7 001	13 771	3 106	10 665	3 560	10 330

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS (Suma móvil 12 meses)

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA (Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

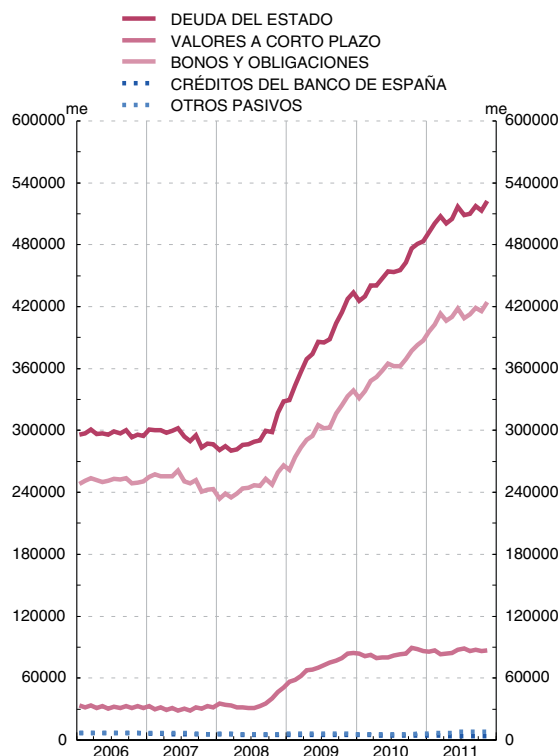
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

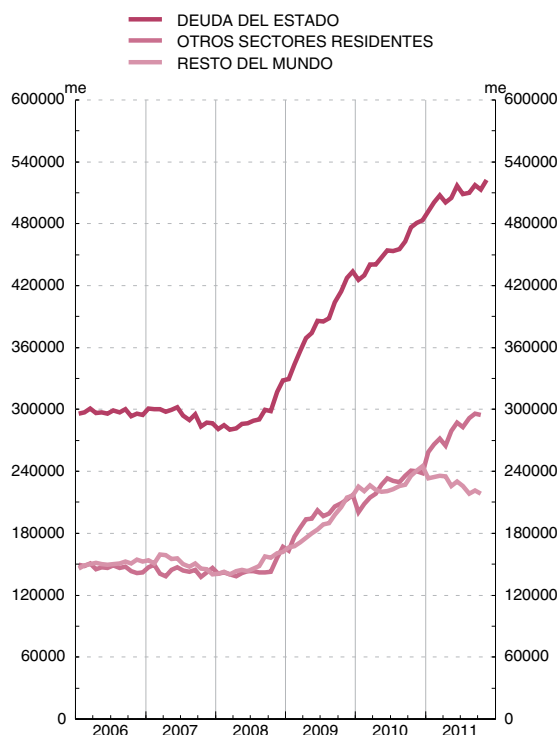
Millones de euros

	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)										Pro memoria:			
	Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Otros depósitos: Subastas de liquidez del Tesoro (b)	Avalés prestados (saldo vivo)	
			En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes						Resto del mundo
								Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
06	294 860	515	31 060	250 702	6 416	6 683	164 240	21 897	142 343	152 517	100	13 486	5 794	
07	286 531	355	31 644	243 246	5 832	5 808	171 839	25 551	146 288	140 243	165	15 018	6 162	
08	328 379	63	50 788	266 334	5 249	6 008	201 112	34 511	166 601	161 779	4 502	21 403	8 152	
09	433 436	68	84 303	338 969	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 241	305	24 486	58 854	
10 Nov	P 480 799	0	87 787	382 944	4 082	5 985	300 024	60 244	239 780	241 019	296	40 053	69 311	
10 Dic	P 483 382	0	85 980	386 915	4 082	6 406	299 410	61 170	238 240	245 142	300	28 598	73 560	
11 Ene	A 491 807	0	85 559	395 755	4 082	6 412	319 382	60 868	258 514	233 294	300	31 103	75 420	
11 Feb	A 500 486	0	87 018	402 444	4 082	6 942	327 782	61 764	266 018	234 468	295	45 108	81 961	
11 Mar	A 507 343	0	83 408	412 935	4 082	6 919	336 158	64 409	271 749	235 594	100	47 541	83 500	
11 Abr	A 500 417	0	83 479	406 524	3 499	6 915	328 267	63 126	265 140	235 276	18 320	41 459	84 677	
11 May	A 505 020	0	84 462	410 145	3 499	6 915	345 159	65 894	279 264	225 756	100	39 911	85 531	
11 Jun	A 516 898	0	87 532	418 034	3 499	7 833	352 297	65 312	286 985	229 913	180	40 164	87 329	
11 Jul	A 508 706	0	88 799	408 570	3 499	7 838	345 975	63 203	282 772	225 934	98	48 068	88 994	
11 Ago	A 510 254	0	86 395	412 508	3 499	7 853	354 936	63 061	291 874	218 380	99	19 953	88 644	
11 Sep	A 517 581	0	87 497	418 771	3 499	7 815	360 287	64 145	296 141	221 440	100	31 403	88 606	
11 Oct	A 513 201	0	86 328	415 574	3 499	7 800	355 899	61 148	294 750	218 450	100	27 091	91 381	
11 Nov	A 522 389	0	86 551	424 531	3 499	7 809	...	61 032	...	...	100	24 381	92 063

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

b. Incluye las subastas diarias de liquidez del Tesoro que figuran en sus cuentas en el Banco de España y las operaciones de compraventas dobles (simultáneas) que realiza el Tesoro a un mes.

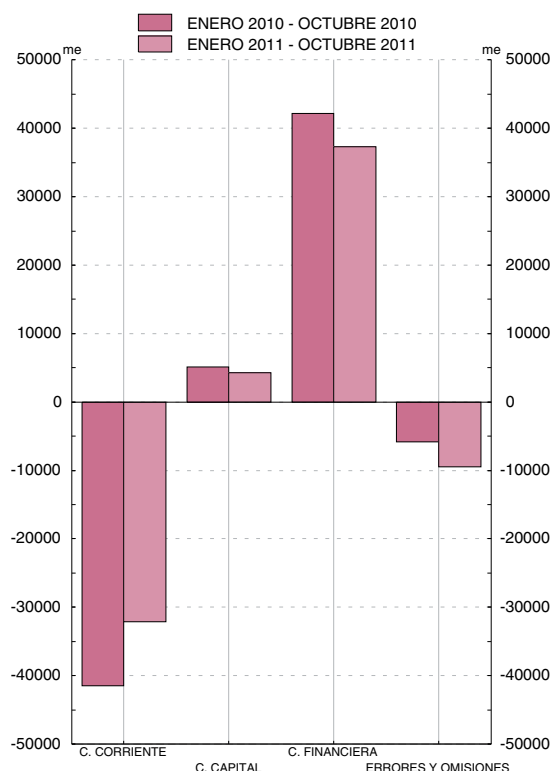
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

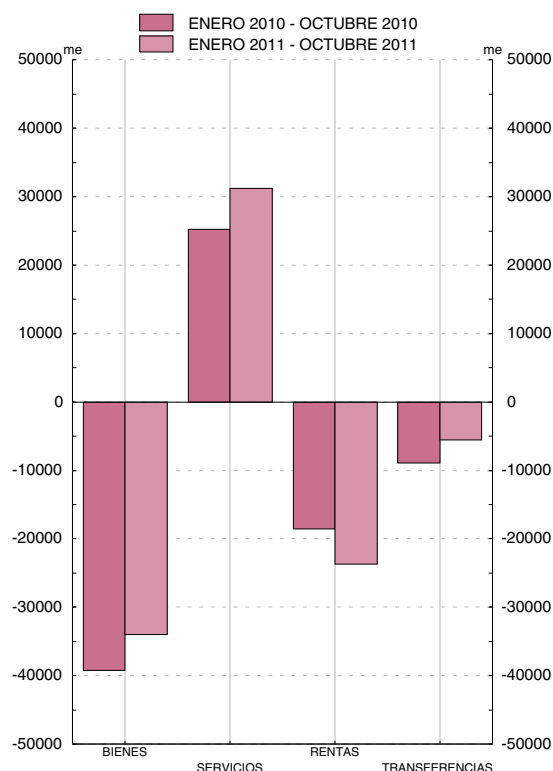
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Del cual		Del cual										
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)		
08	-104 676	-85 594	193 007	278 601	25 791	97 651	41 901	71 861	13 834	-35 483	53 050	88 533	-9 389	5 475	-99 201	100 222	-1 021	
09	P -54 481	-42 175	163 996	206 171	25 503	88 215	38 125	62 712	12 086	-29 787	41 875	71 662	-8 022	4 275	-50 206	54 641	-4 435	
10	P -48 404	-47 143	190 806	237 949	27 797	93 513	39 621	65 716	12 663	-21 941	41 372	63 313	-7 116	6 295	-42 109	44 562	-2 454	
10 E-O	P -41 444	-39 200	155 988	195 188	25 234	79 481	35 037	54 247	10 596	-18 537	30 974	49 511	-8 941	5 100	-36 344	42 219	-5 875	
11 E-O	P -32 083	-34 043	184 595	218 637	31 262	85 882	38 264	54 620	10 344	-23 726	29 142	52 868	-5 577	4 281	-27 802	37 288	-9 487	
10 Jul	P -2 387	-3 820	16 721	20 541	3 943	9 741	5 010	5 798	1 246	-1 813	3 764	5 577	-697	567	-1 820	2 167	-346	
Ago	P -2 677	-3 941	13 330	17 271	4 089	9 291	5 265	5 203	1 378	-1 846	2 070	3 916	-978	239	-2 438	3 357	-919	
Sep	P -4 024	-4 200	16 288	20 488	3 261	8 877	4 304	5 616	1 349	-1 975	3 524	5 499	-1 111	556	-3 469	5 957	-2 489	
Oct	P -2 660	-3 083	17 931	21 013	2 816	8 162	3 850	5 346	1 209	-1 387	2 946	4 333	-1 006	127	-2 533	2 370	163	
Nov	P -4 387	-3 357	18 082	21 438	1 524	6 844	2 520	5 320	1 096	-3 371	2 030	5 402	817	320	-4 066	2 288	1 779	
Dic	P -2 573	-4 586	16 736	21 322	1 038	7 187	2 064	6 149	971	-32	8 368	8 400	1 007	875	-1 698	55	1 643	
11 Ene	P -6 349	-4 386	16 288	20 674	1 668	7 045	2 591	5 378	893	-2 557	2 178	4 736	-1 073	174	-6 175	5 449	726	
Feb	P -5 519	-2 714	17 538	20 252	1 026	6 367	2 243	5 341	924	-1 551	2 596	4 147	-2 280	1 252	-4 267	4 322	-56	
Mar	P -5 596	-4 067	19 964	24 030	1 684	7 432	2 733	5 748	872	-2 541	2 146	4 687	-672	137	-5 458	7 689	-2 231	
Abr	P -3 302	-3 419	18 060	21 479	2 346	7 366	2 850	5 020	838	-1 692	2 608	4 301	-536	273	-3 029	7 763	2 266	
May	P -3 779	-2 989	19 034	22 023	3 226	8 353	3 526	5 128	651	-3 483	4 198	7 681	-533	551	-3 228	7 490	-4 262	
Jun	P -1 609	-3 453	19 161	22 614	4 078	9 778	4 298	5 700	1 119	-1 793	4 113	5 906	-440	293	-1 316	532	784	
Jul	P -1 020	-1 066	19 439	20 505	4 436	10 527	5 481	6 091	1 269	-3 739	3 447	7 186	-650	353	-667	6 738	-6 071	
Ago	P -1 420	-4 372	16 131	20 503	5 117	10 409	5 734	5 292	1 366	-2 041	1 861	3 902	-124	935	-485	965	-480	
Sep	P -3 946	-4 657	18 847	23 505	3 875	9 366	4 653	5 491	1 244	-2 663	2 884	5 547	-502	-21	-3 967	3 834	133	
Oct	P 456	-2 920	20 132	23 052	3 807	9 239	4 154	5 432	1 169	-1 664	3 111	4 775	1 233	334	791	-494	-296	

RESUMEN



DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

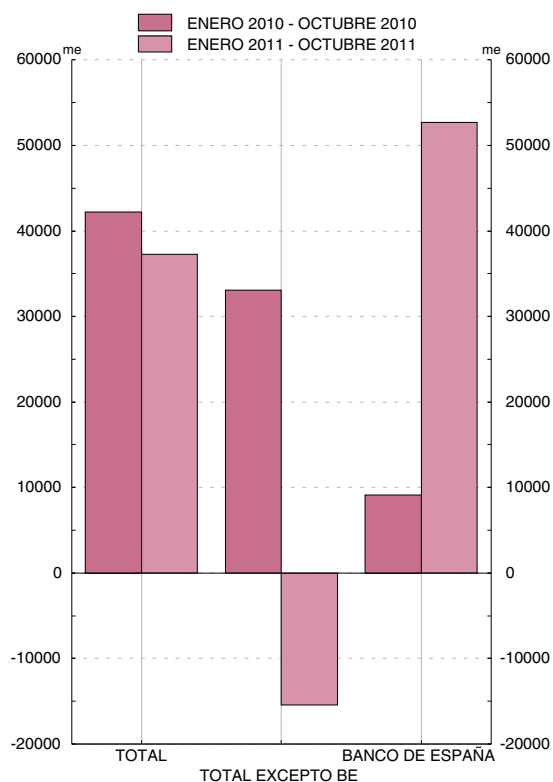
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

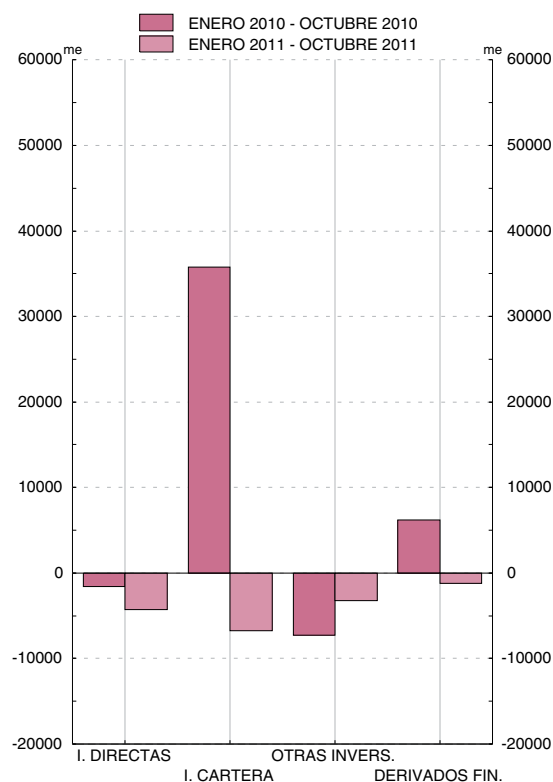
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España												Banco de España			
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=2+13	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10						11	12	13=14+15+16	14	15	16
08	100 222	70 004	1 553	51 008	52 561	-203	-21 761	-21 964	75 717	12 330	88 048	-7 064	30 218	-645	31 713	-850
09	P 54 641	44 177	-433	7 009	6 576	45 325	4 119	49 444	5 145	4 065	9 210	-5 861	10 464	-1 563	6 146	5 882
10	P 44 562	28 866	2 226	16 308	18 534	29 739	-63 371	-33 633	-10 470	15 732	5 262	7 371	15 696	-814	9 788	6 722
10 E-O	P 42 219	33 110	-1 606	15 092	13 486	35 772	-50 685	-14 913	-7 269	13 837	6 568	6 213	9 109	-773	1 903	7 979
11 E-O	P 37 288	-15 411	-4 288	19 398	15 110	-6 715	-29 307	-36 022	-3 220	33 729	30 510	-1 189	52 699	-3 174	57 565	-1 692
10 Jul	P 2 167	4 432	-1 110	2 458	1 348	6 974	-9 212	-2 238	-2 699	924	-1 775	1 266	-2 265	-52	-3 552	1 338
Ago	P 3 357	21 261	-5 539	6 402	863	13 218	-3 931	9 287	13 984	4 784	18 768	-402	-17 904	32	-17 970	34
Sep	P 5 957	30 819	-4 352	9 909	5 556	8 840	-5 201	3 639	26 880	-14 485	12 395	-549	-24 862	-2	-24 966	106
Oct	P 2 370	19 377	2 937	-231	2 706	22 716	-7 770	14 947	-4 416	17 661	13 244	-1 860	-17 007	-212	-16 092	-703
Nov	P 2 288	3 170	2 257	-1 337	919	-4 436	-4 711	-9 147	4 977	-11 142	-6 165	372	-883	-5	-83	-795
Dic	P 55	-7 415	1 575	2 553	4 128	-1 597	-7 975	-9 572	-8 178	13 037	4 859	785	7 470	-35	7 967	-462
11 Ene	P 5 449	9 006	-1 496	4 566	3 070	10 670	-6 592	4 079	-984	13 973	12 989	816	-3 557	-216	-2 836	-506
Feb	P 4 322	9 322	1 355	572	1 927	17 552	-3 532	14 020	-10 244	-3 160	-13 404	659	-5 000	-58	-5 121	180
Mar	P 7 689	10 172	-2 600	4 433	1 833	653	1 546	2 200	10 883	-644	10 239	1 236	-2 483	-218	-2 938	673
Abr	P 763	3 349	-3 482	5 889	2 407	-4 918	738	-4 180	14 495	365	14 861	-2 746	-2 586	-50	-2 495	-41
May	P 7 490	-7 986	-1 792	1 813	21	-7 077	-4 020	-11 096	1 487	16 124	17 611	-605	15 476	-59	15 530	5
Jun	P 532	7 550	-294	730	436	-6 386	-5 246	-11 633	15 821	-2 578	13 242	-1 590	-7 018	-27	-7 702	711
Jul	P 6 738	-4 266	667	1 809	2 476	-3 560	-4 815	-8 376	-380	-4 918	-5 298	-994	11 004	-1 462	11 311	1 156
Ago	P 965	-16 788	-745	-1 635	-2 379	-6 234	-1 740	-7 974	-9 504	2 565	-6 939	-306	17 753	-43	21 553	-3 756
Sep	P 3 834	-6 430	2 589	-152	2 438	1 843	-1 900	-57	-10 303	2 100	-8 203	-559	10 264	-92	10 396	-40
Oct	P -494	-19 340	1 509	1 373	2 882	-9 258	-3 748	-13 006	-14 491	9 903	-4 588	2 900	18 845	-948	19 867	-73

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE (VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

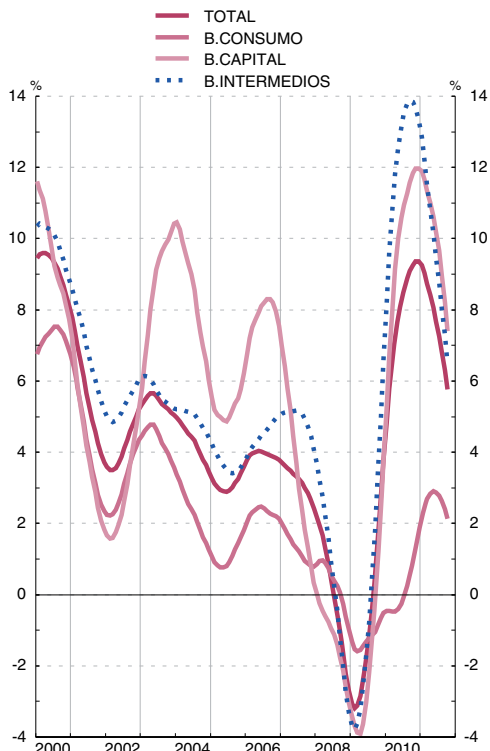
7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

■ Serie representada gráficamente.

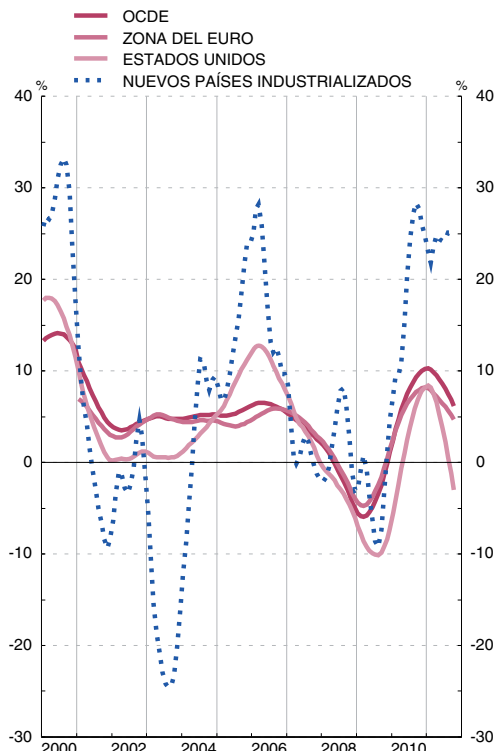
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,3	4,5	5,1	3,7	-1,7	-5,9	2,2	38,2	-23,4
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,3	5,0	5,0	5,8	2,0	12,5	3,3	5,6	4,7
05	155 005	5,5	0,8	-0,8	5,5	1,4	-8,7	2,2	2,6	2,3	4,3	10,2	9,1	11,8	31,4	14,5
06	170 439	10,0	5,2	2,9	12,7	5,6	-3,7	6,2	8,1	7,8	8,4	17,7	6,0	34,5	12,8	16,5
07	185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,4	7,1	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8
08	189 228	2,3	0,7	2,4	-5,6	0,6	19,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2
09	159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,2	-15,1	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5
10 Sep	P 15 902	14,6	9,9	-4,2	3,0	21,7	6,8	22,8	10,8	10,2	12,5	29,1	13,6	49,3	35,7	48,8
Oct	P 17 393	16,6	12,1	-6,2	26,7	23,4	9,0	24,5	16,8	15,2	15,3	26,0	13,0	29,9	10,9	31,9
Nov	P 17 525	24,6	20,3	2,2	34,5	32,9	34,6	32,8	20,1	20,4	21,8	35,7	49,6	50,0	50,6	33,4
Dic	P 15 956	16,8	13,6	2,3	-0,3	25,7	44,7	24,5	20,2	20,3	20,9	11,4	8,8	19,2	15,9	-53,3
11 Ene	P 15 955	32,0	24,7	13,8	58,0	28,3	16,1	29,0	25,3	24,2	30,9	62,9	22,2	38,4	60,5	-7,1
Feb	P 17 137	22,5	14,8	8,9	18,8	18,3	70,3	16,2	19,9	18,3	21,7	56,9	39,3	60,7	51,5	-54,1
Mar	P 19 645	18,0	10,7	10,5	39,4	6,6	12,8	6,3	13,4	9,8	17,2	33,4	2,1	29,1	12,6	31,0
Abr	P 17 344	18,6	8,4	7,2	23,3	6,9	35,3	5,5	15,2	10,8	15,8	50,4	30,5	23,7	17,0	-3,5
May	P 18 328	13,0	12,3	10,0	-13,2	19,4	17,4	19,5	10,8	7,0	13,4	19,0	25,7	25,4	44,0	10,3
Jun	P 17 954	10,8	6,3	8,2	9,1	4,9	29,4	3,7	7,9	5,1	8,6	35,3	5,0	13,9	38,6	12,1
Jul	P 18 635	13,8	8,8	1,6	34,5	9,4	15,8	8,9	14,3	8,1	10,0	-10,1	21,3	8,0	6,5	5,6
Ago	P 15 444	20,0	17,4	17,0	15,0	18,0	-1,4	19,8	19,3	16,3	20,2	16,4	25,6	21,3	25,1	34,6
Sep	P 17 780	11,8	7,8	4,1	22,8	7,9	18,4	7,2	4,8	1,0	7,3	20,6	27,0	14,2	22,4	17,0
Oct	P 19 394	11,5	5,1	0,9	-9,2	9,9	124,6	2,6	12,1	10,0	11,1	-7,6	9,3	7,3	38,1	16,3

POR TIPOS DE PRODUCTOS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR AREAS GEOGRÁFICAS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

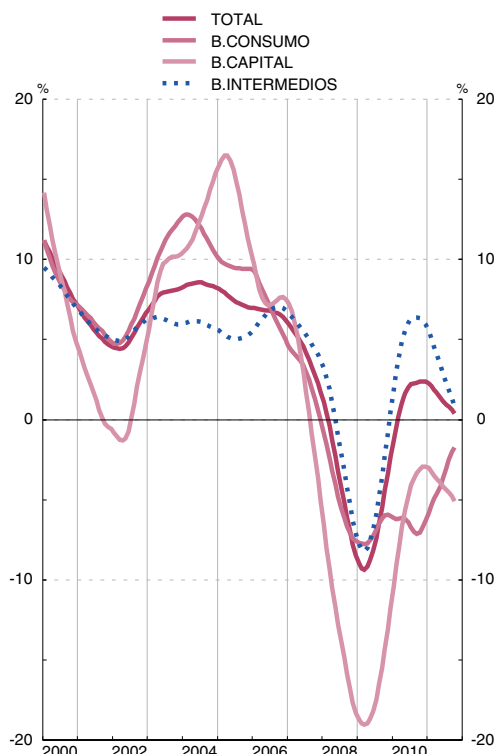
7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

■ Serie representada gráficamente.

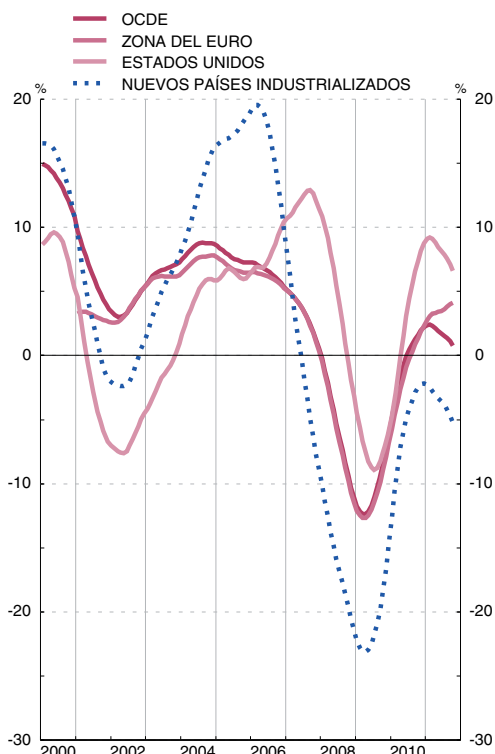
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,9	5,8	5,3	5,8	-4,8	-1,0	12,9	16,6	1,1
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,4	9,9	10,0	11,4	9,3	17,9	7,9	26,8	14,6
05	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,3	11,1	1,1	5,6	5,3	6,2	-0,1	40,8	29,3	37,3	11,2
06	262 687	12,8	8,5	7,3	2,5	10,2	6,1	11,5	8,4	8,0	8,8	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6
07	285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,7	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7
08	283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,8	-7,3	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1
09	206 116	-27,3	-17,5	-12,1	-31,4	-17,5	-9,9	-20,0	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6
10 Sep	P 20 248	4,9	-1,2	-21,2	-4,2	9,7	1,1	12,2	-3,3	-1,9	-2,1	13,5	6,0	1,6	40,9	9,3
10 Oct	P 21 093	12,0	3,7	-19,0	8,1	15,0	2,4	19,1	3,1	3,9	6,6	17,6	18,4	38,5	28,4	-5,6
10 Nov	P 21 405	13,1	4,2	-12,8	12,1	11,5	4,7	13,6	4,2	2,9	6,2	17,2	14,3	69,3	26,7	9,9
10 Dic	P 21 321	20,2	9,8	-8,8	-4,5	21,5	18,6	22,4	9,5	8,5	10,5	40,8	41,9	51,1	20,5	7,3
11 Ene	P 20 882	25,8	12,8	-2,1	21,1	17,4	22,6	15,7	15,4	15,0	17,7	32,9	39,8	49,6	22,4	-2,9
11 Feb	P 20 387	16,2	5,5	-0,1	-1,9	8,4	1,5	10,4	11,0	13,6	12,4	36,4	26,8	19,8	9,6	8,1
11 Mar	P 24 239	15,7	3,9	-1,2	-8,0	7,3	-6,0	11,0	13,6	15,5	13,4	19,9	3,4	4,2	-4,4	7,8
11 Abr	P 21 306	8,5	-2,2	-8,0	-11,6	1,0	-1,3	1,7	2,2	2,2	3,3	21,4	1,8	68,5	0,7	-20,1
11 May	P 21 738	6,7	2,6	-10,4	2,5	7,8	-3,5	10,9	2,0	5,6	3,1	-3,0	16,4	3,4	5,7	7,0
11 Jun	P 21 878	4,6	-2,5	-7,7	-5,8	-0,3	2,5	-1,1	-4,0	-4,3	-2,6	11,9	-1,0	20,7	2,1	-8,4
11 Jul	P 20 277	-1,9	-10,3	-10,1	-14,7	-10,0	-12,3	-9,3	-6,7	-6,2	-5,8	1,1	9,8	26,1	-16,4	-3,8
11 Ago	P 20 366	17,5	11,5	12,1	8,4	11,8	6,2	13,7	15,3	15,2	15,3	28,7	13,5	18,9	8,8	23,8
11 Sep	P 22 633	11,8	4,4	2,9	3,1	5,1	18,6	1,6	5,0	3,5	7,7	14,8	44,0	15,6	-9,2	-16,6
11 Oct	P 23 026	9,2	0,5	24,6	-8,7	-7,0	-10,0	-6,2	17,4	19,5	11,6	-3,7	-4,2	41,0	-3,6	-9,2

POR TIPOS DE PRODUCTOS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR AREAS GEOGRÁFICAS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

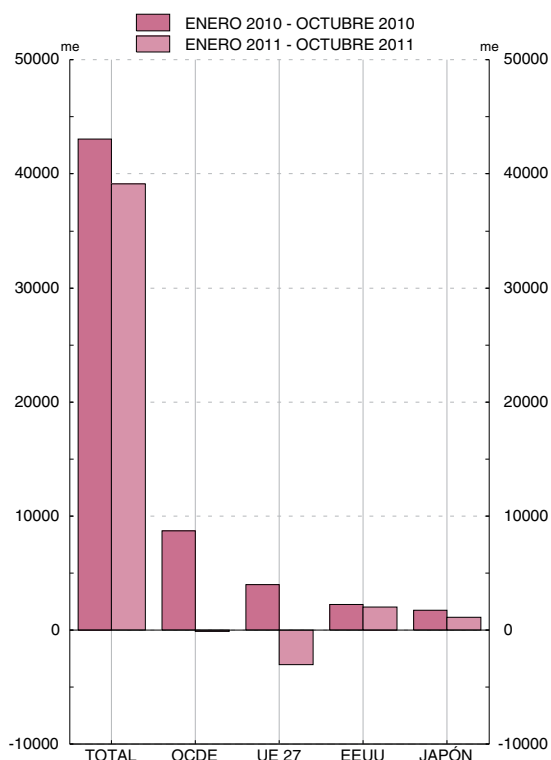
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

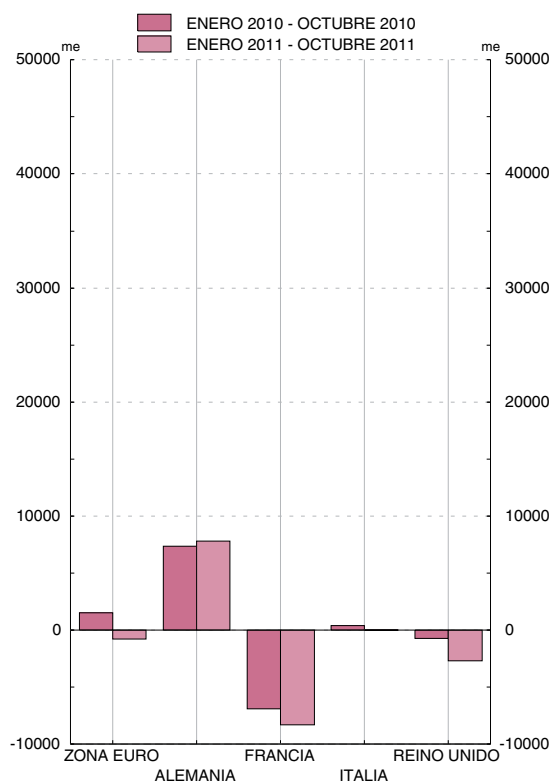
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 27)						OCDE					12	13	14	15		
		2=3+7	Zona del Euro			Resto de la UE 27		9	Del cual:			10					11	
			3	Del cual:			7		8	Total	EEUU							Japón
				4	5	6												
Total mundial	Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido	Total	EEUU	Japón									
04	-61 486	-25 991	-25 267	-16 282	-3 353	-5 671	-724	472	-37 167	-1 692	-4 583	-8 325	-1 784	-7 369	-3 104			
05	-77 950	-30 703	-29 422	-16 749	-3 112	-6 938	-1 281	-210	-41 860	-1 092	-4 769	-12 938	-3 089	-10 182	-3 411			
06	-92 249	-33 547	-32 172	-18 689	-1 625	-7 184	-1 375	294	-45 995	-1 062	-4 652	-17 031	-3 316	-12 647	-4 564			
07	-100 015	-40 176	-38 176	-23 752	-214	-8 375	-2 000	133	-54 211	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347			
08	-94 160	-26 262	-26 264	-19 612	3 019	-6 608	1	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296			
09	-46 227	-9 068	-6 762	-9 980	6 787	-1 847	-2 306	187	-15 709	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532			
10	P	-52 283	-4 192	-1 241	-8 486	8 399	-398	709	-10 016	-2 834	-2 048	-17 286	-4 162	-16 219	-1 244			
10 Sep	P	-4 346	-134	68	-817	934	-10	46	-407	-256	-179	-1 196	-408	-1 695	-102			
10 Oct	P	-3 700	422	404	-564	843	153	18	257	-359	-276	-148	-1 484	-246	-1 427			
10 Nov	P	-3 880	314	483	-548	873	189	-170	64	-279	-261	-180	-1 174	-522	-1 355			
10 Dic	P	-5 365	-513	-208	-600	630	-225	-305	-94	-1 025	-345	-150	-1 873	-472	-1 339			
11 Ene	P	-4 927	299	322	-374	591	50	-23	111	-84	-284	-134	-1 901	-398	-1 434			
11 Feb	P	-3 250	413	362	-625	767	-79	51	230	198	-174	-168	-1 618	70	-1 209			
11 Mar	P	-4 594	-300	-451	-1 091	741	-38	151	376	-521	-237	-181	-1 491	-419	-1 181			
11 Abr	P	-3 962	240	-173	-866	743	-75	413	274	-251	-141	-118	-1 428	-822	-1 069			
11 May	P	-3 410	338	174	-754	759	69	164	290	231	-100	-66	-1 410	-336	-1 250			
11 Jun	P	-3 925	597	492	-699	1 003	40	105	207	383	-116	-114	-1 542	-391	-1 277			
11 Jul	P	-1 642	2 013	1 159	-528	989	181	854	532	1 500	-237	-103	-1 695	-371	-1 235			
11 Ago	P	-4 922	-264	-461	-859	463	-53	198	326	-374	-197	-109	-1 583	-394	-1 599			
11 Sep	P	-4 853	-163	-166	-840	738	-3	3	178	-483	-266	-86	-1 808	-480	-1 467			
11 Oct	P	-3 632	-131	-440	-1 171	1 495	-58	309	190	-461	-290	-52	-1 338	-546	-1 278			

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

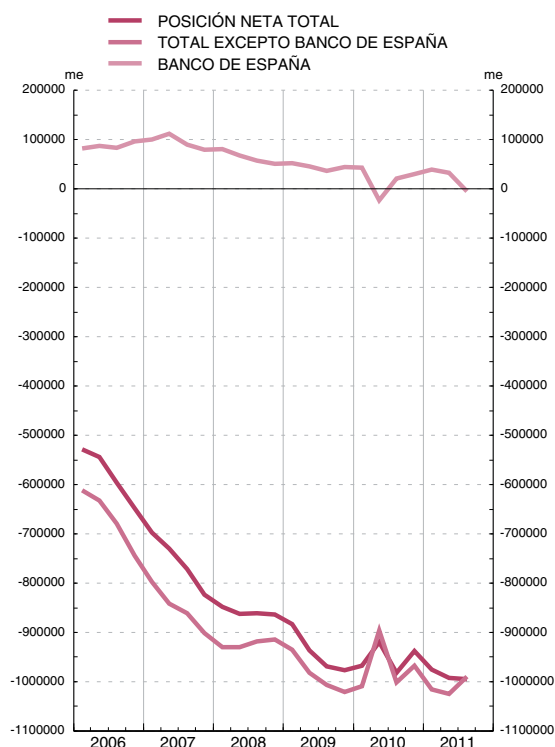
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

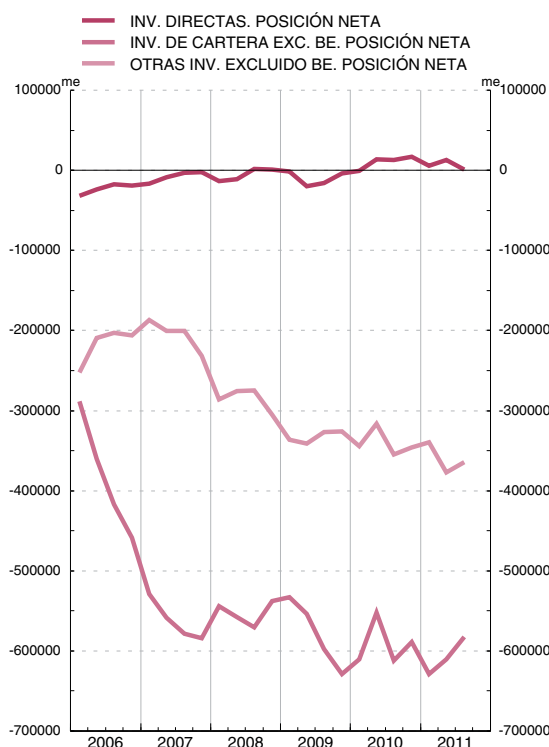
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos) (a)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
																1=	2=	3=	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=	14 a 16	14	15	16
03	-354,3	-410,3	-93,9	175,0	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	...	56,1	21,2	18,3	16,6
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7
05	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1
06	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07	-822,8	-901,7	-2,6	395,4	398,0	-648,5	438,4	1 086,9	-231,8	379,5	611,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 III	-861,3	-918,4	1,7	422,6	420,9	-633,6	380,5	1 014,1	-274,8	423,1	697,9	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
08 IV	-863,1	-914,0	1,3	424,4	423,2	-603,7	354,2	958,0	-305,1	386,6	691,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
09 I	-882,5	-934,8	-1,4	415,8	417,2	-596,6	342,1	938,7	-336,7	374,5	711,2	0,0	52,3	15,7	-27,4	64,0
09 II	-936,8	-982,2	-19,6	425,3	444,9	-614,2	363,2	977,4	-341,1	370,6	711,7	-7,3	45,4	15,1	-30,5	60,7
09 III	-969,0	-1 005,9	-16,1	430,8	446,9	-658,3	376,9	1 035,3	-326,5	365,1	691,6	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2
09 IV	-976,4	-1 020,6	-4,2	434,4	438,6	-689,3	378,6	1 067,9	-326,1	370,5	696,6	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9
10 I	-967,3	-1 009,6	-0,6	440,2	440,7	-670,2	385,7	1 055,9	-344,7	364,2	708,9	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0
10 II	-919,4	-986,0	13,6	457,2	443,6	-605,4	358,7	964,1	-316,2	373,0	689,2	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1
10 III	-981,3	-1 001,5	12,7	463,0	450,3	-663,8	339,8	1 003,6	-354,7	355,2	709,9	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9
10 IV	-937,4	-967,7	16,9	482,3	465,3	-641,3	317,7	959,1	-346,0	373,9	719,9	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5
11 I	-975,7	-1 015,2	5,7	479,0	473,3	-679,8	302,5	982,3	-339,5	382,5	722,0	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5
11 II	-992,3	-1 024,4	12,8	487,5	474,7	-659,7	293,9	953,6	-377,2	386,1	763,3	-0,3	32,2	23,5	-40,6	49,3
11 III	-994,5	-989,4	0,7	477,4	476,7	-633,1	274,3	907,5	-364,5	392,9	757,4	7,6	-5,2	27,6	-83,8	51,1

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

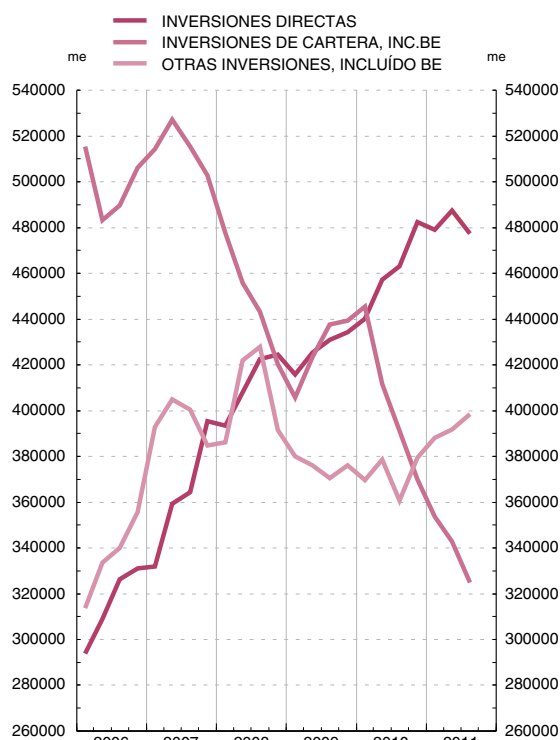
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

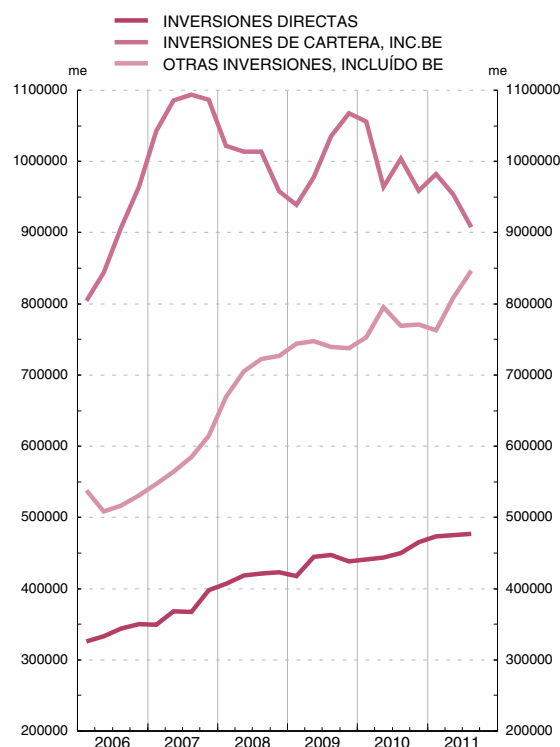
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España (a)	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
03	160 519	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
07	368 306	27 086	307 278	90 696	132 955	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
08 <i>///</i>	391 877	30 743	323 994	96 913	82 732	360 523	200 218	813 893	427 889	722 208	70 066	81 757
<i>IV</i>	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 <i>I</i>	383 861	31 891	314 068	103 117	54 989	350 665	142 151	796 597	379 937	743 710	111 670	111 538
<i>II</i>	389 710	35 562	324 791	120 128	62 698	360 773	177 670	799 699	376 075	747 320	92 879	106 032
<i>III</i>	397 737	33 090	329 870	117 052	74 037	363 555	218 943	816 315	370 546	739 156	85 194	90 098
<i>IV</i>	404 194	30 195	327 848	110 716	81 229	357 947	222 620	845 284	375 984	738 048	77 449	78 498
10 <i>I</i>	409 950	30 218	331 729	108 998	91 998	353 521	199 350	856 507	369 686	752 572	93 867	88 286
<i>II</i>	424 884	32 357	334 436	109 193	90 402	321 202	170 376	793 757	378 476	795 089	118 304	106 522
<i>III</i>	427 872	35 161	339 434	110 858	91 763	299 508	195 464	808 125	360 606	769 381	121 434	117 049
<i>IV</i>	444 891	37 373	351 955	113 384	94 830	275 052	182 623	776 434	379 527	771 212	95 116	92 459
11 <i>I</i>	442 070	36 954	361 319	112 012	93 048	260 759	206 108	776 214	388 075	762 687	80 724	82 170
<i>II</i>	449 770	37 720	364 036	110 693	91 945	250 819	195 847	757 786	391 719	809 066	83 747	84 040
<i>III</i>	438 680	38 722	369 675	107 005	78 604	246 431	160 625	746 857	398 461	846 432	134 796	127 191

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

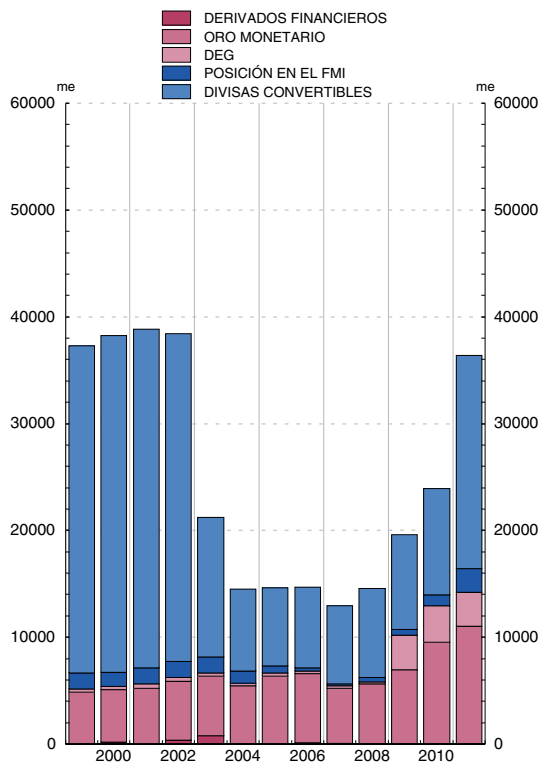
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

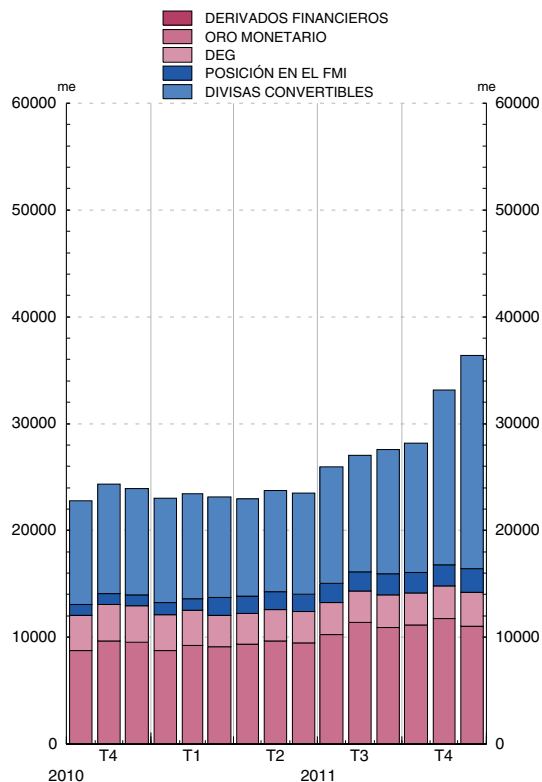
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
05	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
07	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
08	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
09	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
10							
Jul	22 626	10 029	1 055	3 412	8 130	-	9,1
Ago	23 717	10 368	1 018	3 466	8 865	-	9,1
Sep	22 641	9 629	995	3 320	8 697	-	9,1
Oct	22 754	9 696	990	3 302	8 766	-	9,1
Nov	24 351	10 279	1 024	3 416	9 632	-	9,1
Dic	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
11							
Ene	23 034	9 769	1 158	3 345	8 762	-	9,1
Feb	23 410	9 812	1 040	3 322	9 235	-	9,1
Mar	23 159	9 439	1 643	2 957	9 119	-	9,1
Abr	22 965	9 102	1 606	2 891	9 365	-	9,1
May	23 734	9 452	1 676	2 943	9 664	-	9,1
Jun	23 471	9 420	1 667	2 938	9 447	-	9,1
Jul	25 955	10 908	1 809	2 979	10 259	-	9,1
Ago	27 004	10 878	1 796	2 958	11 373	-	9,1
Sep	27 566	11 619	1 953	3 072	10 922	-	9,1
Oct	28 197	12 124	1 913	3 010	11 150	-	9,1
Nov	33 157	16 393	1 952	3 072	11 740	-	9,1
Dic	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN
Saldos a fin de periodo
Millones de euros

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
07 III	1 542 085	207 145	4 820	1 329	182 455	18 541	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140
IV	1 563 730	197 835	4 653	878	173 266	19 038	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300
08 I	1 596 725	200 163	6 329	558	173 668	19 607	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
II	1 651 445	202 260	5 594	162	177 009	19 495	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
III	1 690 245	217 747	9 722	494	187 624	19 907	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
IV	1 672 021	233 755	12 480	2 099	198 366	20 810	-	766 311	12 224	400 691	249 210	104 187
09 I	1 699 177	243 079	15 801	480	204 677	22 122	-	783 924	15 149	411 446	248 633	108 696
II	1 722 527	256 709	21 125	978	211 334	23 272	-	785 982	14 200	409 692	251 728	110 363
III	1 732 148	275 890	31 005	709	219 370	24 806	-	769 833	14 217	391 123	256 821	107 671
IV	1 756 970	299 691	44 479	532	229 558	25 121	-	782 741	14 873	384 509	260 201	123 157
10 I	1 788 481	318 698	51 915	117	240 354	26 312	-	790 665	16 642	399 817	257 133	117 073
II	1 769 338	293 571	39 746	195	225 671	27 959	-	743 171	12 157	378 888	240 537	111 589
III	1 756 075	303 830	39 461	935	234 755	28 679	-	760 466	10 926	396 110	245 257	108 173
IV	1 728 247	291 011	36 687	979	223 227	30 118	-	762 743	9 906	413 379	241 175	98 283
11 I	1 717 668	290 037	37 927	489	220 867	30 754	-	766 452	10 638	395 695	241 500	118 619
II	1 745 176	287 310	37 349	11	217 781	32 169	-	797 930	7 547	425 267	237 082	128 035
III	1 772 170	293 849	36 085	511	224 921	32 332	-	774 713	6 243	402 061	229 991	136 418

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)
Saldos a fin de periodo
Millones de euros

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total (a)	Corto plazo Depósitos	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
				Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiliadas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
07 III	277	277	494 727	2 553	22 020	854	345 252	122 021	339	1 688	132 920	52 206	80 714
IV	3 550	3 550	493 937	701	20 981	314	343 564	126 473	331	1 573	144 292	55 165	89 128
08 I	1 855	1 855	484 555	927	22 022	473	328 226	130 418	358	2 132	141 624	56 104	85 520
II	12 326	12 326	493 741	6 217	22 786	1 465	327 505	133 364	355	2 047	149 032	61 350	87 683
III	24 276	24 276	501 587	18 093	25 024	1 342	318 792	136 110	362	1 865	154 144	62 559	91 585
IV	35 233	35 233	479 500	13 329	22 307	2 668	302 204	136 854	361	1 777	157 223	65 142	92 080
09 I	32 491	32 491	480 813	20 122	18 207	3 275	292 216	144 316	393	2 285	158 870	69 987	88 883
II	35 596	35 596	468 732	18 969	16 224	2 416	282 343	145 833	385	2 561	175 508	90 708	84 800
III	47 538	47 538	462 209	13 249	15 206	2 322	281 652	146 668	419	2 694	176 677	89 860	86 817
IV	41 400	41 400	459 500	17 935	12 849	2 052	278 237	145 183	419	2 825	173 639	73 868	99 770
10 I	43 673	43 673	456 043	14 634	13 734	2 895	275 829	144 978	424	3 550	179 402	69 140	110 262
II	105 881	105 881	446 223	12 714	16 546	4 033	262 932	145 619	431	3 949	180 492	66 640	113 852
III	59 477	59 477	453 734	14 032	16 100	4 337	263 695	151 010	421	4 139	178 568	66 803	111 766
IV	51 323	51 323	442 569	11 929	16 905	3 549	253 510	152 117	422	4 138	180 601	66 757	113 843
11 I	40 665	40 665	441 747	11 724	18 088	3 086	253 557	150 753	415	4 123	178 766	67 061	111 705
II	45 732	45 732	435 879	11 750	18 474	3 461	246 277	151 383	414	4 120	178 324	67 752	110 572
III	89 019	89 019	435 709	7 430	18 767	5 652	242 188	157 133	420	4 120	178 881	67 947	110 933

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
	1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12		13
10 Jul	502 230	197 804	418 108	11 093	-	261	125 035	300 156	817 564	103 637	543 196	77 849	202 074
<i>Ago</i>	488 964	156 847	436 311	-9 174	-	569	95 589	280 646	817 554	81 380	543 363	74 925	208 318
<i>Sep</i>	508 881	154 228	432 260	-6 635	-	547	71 520	284 256	813 964	97 492	543 285	83 915	224 624
<i>Oct</i>	463 422	184 986	327 455	-984	-	662	48 697	265 250	813 259	95 670	511 143	132 536	198 171
<i>Nov</i>	473 553	179 522	338 925	-4 462	-	1 776	42 207	258 331	813 937	91 614	511 275	135 946	215 222
<i>Dic</i>	473 174	194 560	333 046	-116	-	819	55 135	244 377	832 289	82 373	512 369	157 916	228 797
11 Ene	423 017	184 834	303 292	-4 467	-	65	60 707	239 928	827 363	94 746	548 751	133 430	183 089
<i>Feb</i>	448 819	159 033	323 186	-7 933	-	6 539	32 007	223 843	820 280	89 194	549 375	136 256	224 976
<i>Mar</i>	416 301	106 478	336 508	-4 166	-	1 478	23 997	205 766	822 946	81 378	552 327	146 232	210 536
<i>Abr</i>	396 372	96 912	322 853	-3 756	-	378	20 016	194 759	831 108	64 758	526 450	174 657	201 613
<i>May</i>	406 998	121 578	315 687	-6 504	-	252	24 016	190 096	833 005	53 806	526 287	170 428	216 902
<i>Jun</i>	431 648	134 617	315 438	-1 346	-	158	17 219	217 454	842 535	75 422	528 083	172 420	214 194
<i>Jul</i>	428 135	155 735	314 193	-3 563	-	123	38 354	218 792	851 836	74 499	541 021	166 522	209 343
<i>Ago</i>	415 158	152 276	371 089	-6 310	-	467	102 365	198 249	854 163	56 888	540 662	172 140	216 908
<i>Sep</i>	385 451	159 698	379 582	-7 589	-	613	146 852	184 329	852 472	47 300	543 854	171 590	201 122
<i>Oct</i>	381 055	201 431	381 245	-13 039	-	2 860	191 442	166 392	858 960	57 290	611 521	138 337	214 663
<i>Nov</i>	373 525	214 687	393 440	-12 911	-	2 392	224 082	157 921	865 195	62 105	614 105	155 275	215 605
<i>Dic</i>	394 459	229 993	481 184	-5 277	-	7 807	319 248	175 162	882 268	60 738	657 215	110 629	219 297

8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
	14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27		28
10 Jul	131 891	31 057	108 960	1 377	-	-	9 503	102 620	-5 447	9 993	78 104	21 305	20 533	68 883	24 725
<i>Ago</i>	114 748	15 500	110 128	-947	-	-	9 933	88 651	-5 447	8 353	77 088	17 100	20 528	65 308	23 191
<i>Sep</i>	102 782	7 334	104 423	-353	-	-	8 620	77 026	-5 447	4 733	75 443	15 414	20 479	65 646	26 471
<i>Oct</i>	67 947	13 512	57 773	662	-	1	4 002	49 480	-5 447	-170	74 449	18 195	19 186	73 628	24 084
<i>Nov</i>	61 527	13 352	51 105	155	-	-	3 084	42 571	-5 447	-131	73 297	20 212	19 224	74 416	24 534
<i>Dic</i>	66 986	22 197	47 538	241	-	-	2 990	50 767	-5 465	-6 565	75 356	14 283	19 258	76 945	28 249
11 Ene	53 646	17 882	39 237	-347	-	4	3 131	51 551	-5 585	-13 806	74 555	8 039	20 445	75 955	21 486
<i>Feb</i>	49 268	14 803	36 141	-402	-	-	1 273	43 382	-5 585	-13 975	73 006	10 280	20 545	76 716	25 447
<i>Mar</i>	42 244	9 090	34 734	-240	-	-	1 340	40 606	-5 585	-17 499	72 689	7 193	20 785	76 596	24 721
<i>Abr</i>	42 227	10 830	32 991	-544	-	-	1 050	43 621	-5 585	-18 560	73 096	6 828	19 781	78 702	22 751
<i>May</i>	53 134	18 422	39 430	-487	-	0	4 231	50 085	-5 585	-16 970	71 609	8 699	19 822	77 456	25 604
<i>Jun</i>	47 777	11 506	37 949	-127	-	40	1 591	47 536	-5 585	-17 618	71 283	9 185	19 886	78 200	23 444
<i>Jul</i>	52 053	21 686	35 678	-206	-	74	5 179	53 344	-5 585	-20 478	71 836	6 329	21 185	77 459	24 772
<i>Ago</i>	69 918	36 767	44 840	-435	-	51	11 304	69 880	-5 585	-18 545	70 845	11 743	21 543	79 590	24 169
<i>Sep</i>	69 299	32 965	46 394	-225	-	0	9 835	82 810	-5 585	-30 491	68 987	8 879	21 636	86 721	22 565
<i>Oct</i>	76 048	43 185	42 994	-461	-	0	9 670	93 640	-5 585	-36 331	68 456	5 754	24 147	86 395	24 324
<i>Nov</i>	97 970	54 449	51 831	-465	-	110	7 956	119 540	-5 585	-38 879	67 709	8 302	26 705	88 185	22 894
<i>Dic</i>	118 861	47 109	85 302	1 976	-	395	15 921	150 831	-5 604	-50 033	69 568	5 016	33 204	91 414	23 668

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

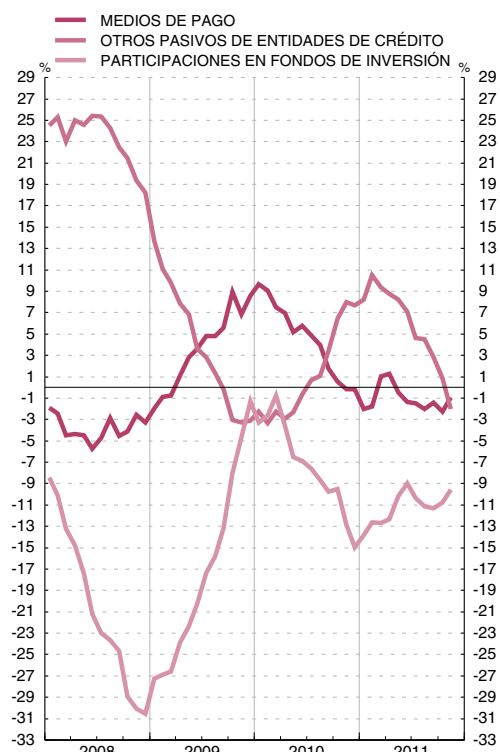
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

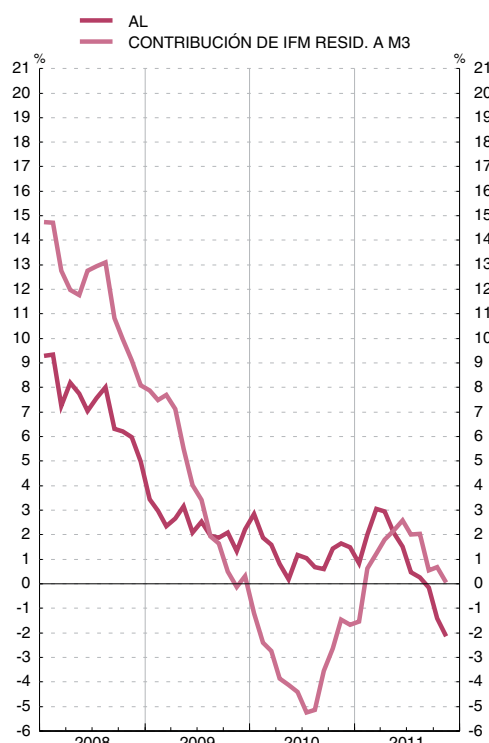
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		AL (e)	Contribución de IFM resid. a M3
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
08	479 495	-3,3	0,5	-4,2	546 985	18,2	24,3	-19,0	-8,9	148 107	-30,6	-16,7	-41,3	5,0	8,1
09	520 512	8,6	0,6	10,6	530 134	-3,1	-1,3	-13,6	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,2	0,3
10	519 551	-0,2	-0,3	-0,1	570 797	7,7	6,4	28,1	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,5	-1,7
10 Ago	518 585	4,0	0,7	4,8	547 736	1,1	2,7	-10,7	-29,3	132 909	-8,7	-22,6	8,1	0,7	-5,1
Sep	511 873	1,7	0,7	2,0	554 676	3,4	4,9	-5,0	-36,3	131 280	-9,7	-25,6	9,9	0,6	-3,5
Oct	507 466	0,6	0,1	0,7	559 884	6,4	7,2	4,7	-33,3	130 626	-9,5	-26,1	10,7	1,4	-2,6
Nov	505 196	-0,2	-0,4	-0,1	566 883	8,0	7,5	19,7	-24,9	125 886	-12,9	-28,6	6,2	1,7	-1,5
Dic	519 551	-0,2	-0,3	-0,1	570 797	7,7	6,4	28,1	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,5	-1,7
11 Ene	505 829	-2,0	-0,3	-2,4	570 333	8,2	7,1	26,7	-20,5	124 909	-13,8	-30,5	5,2	0,8	-1,5
Feb	507 405	-1,8	-0,4	-2,1	576 292	10,5	8,8	34,9	-11,5	125 719	-12,6	-30,6	7,1	2,0	0,6
Mar	515 644	1,0	-1,2	1,6	577 040	9,4	7,5	34,4	1,8	125 307	-12,7	-28,5	3,7	3,1	1,2
Abr	513 405	1,3	-0,5	1,7	573 088	8,8	7,9	23,5	-16,1	124 660	-12,3	-28,0	3,8	3,0	1,8
May	511 092	-0,5	-1,7	-0,2	575 134	8,2	7,4	19,1	0,5	123 436	-10,2	-25,8	5,6	2,1	2,2
Jun	524 957	-1,4	-2,0	-1,2	576 154	7,1	7,0	10,6	-13,4	121 717	-9,0	-21,1	2,4	1,5	2,6
Jul	517 161	-1,5	-2,2	-1,3	571 192	4,6	4,4	9,6	-17,0	119 610	-10,3	-19,5	-2,3	0,5	2,0
Ago P	508 210	-2,0	-2,2	-2,0	572 431	4,5	4,5	8,6	-24,0	118 138	-11,1	-18,4	-4,8	0,3	2,0
Sep P	504 513	-1,4	-1,5	-1,4	570 410	2,8	2,9	4,4	-14,3	116 428	-11,3	-16,8	-6,7	-0,2	0,6
Oct P	496 090	-2,2	-1,7	-2,4	564 488	0,8	0,8	2,5	-13,8	116 576	-10,8	-15,3	-7,1	-1,4	0,7
Nov P	500 538	-0,9	-1,3	-0,8	555 332	-2,0	-1,5	-5,8	-20,1	113 858	-9,6	-13,8	-6,0	-2,1	0,1

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.

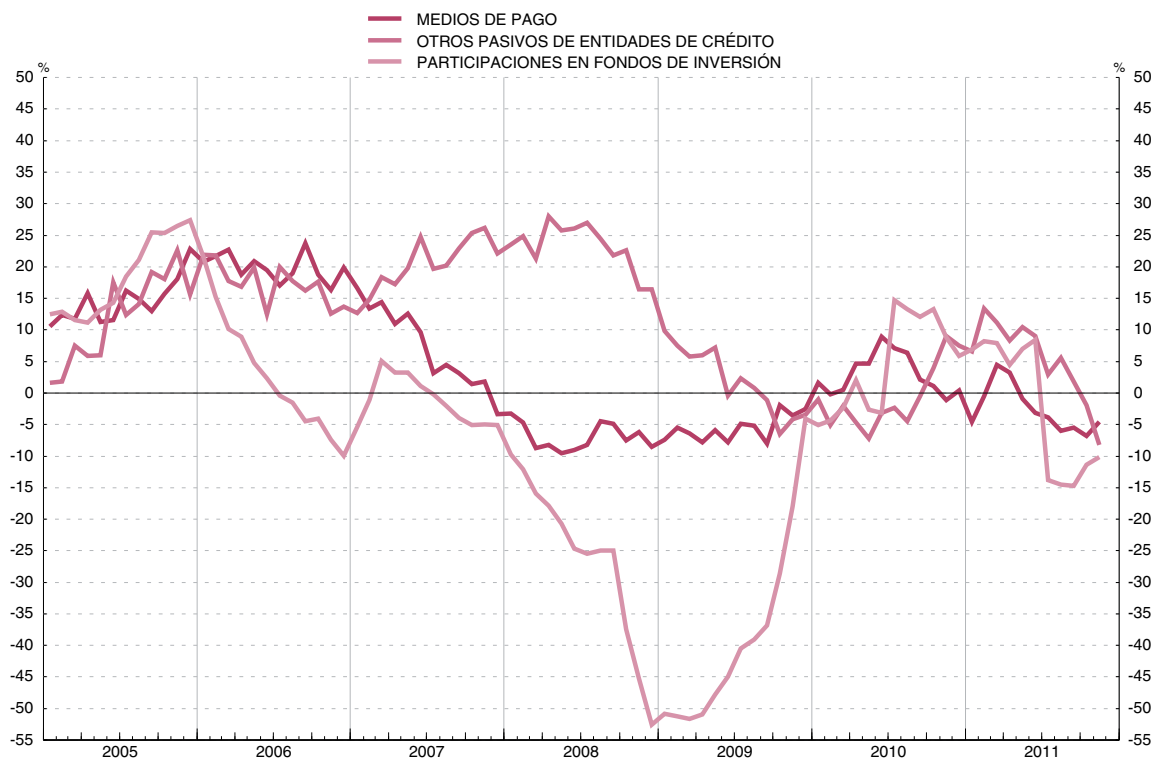
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
08	121 783	-8,6	118 313	16,4	25,1	-0,1	11 959	-52,5	-42,7	-60,1	
09	118 631	-2,6	114 187	-3,5	9,2	-33,7	11 475	-4,0	-6,4	-1,4	
10	119 142	0,4	122 791	7,5	6,1	13,4	12 153	5,9	-9,4	22,1	
10 Ago	121 405	6,4	113 127	-4,5	2,5	-26,6	13 424	13,3	-3,7	33,6	
Sep	118 151	2,1	116 388	-0,5	5,8	-21,0	13 259	12,1	-7,3	36,0	
Oct	115 037	1,1	117 128	4,0	8,6	-12,4	12 766	13,3	-4,2	33,0	
Nov	115 219	-1,2	121 958	9,1	9,6	7,2	12 302	8,8	-7,9	27,6	
Dic	119 142	0,4	122 791	7,5	6,1	13,4	12 153	5,9	-9,4	22,1	
11 Ene	112 151	-4,6	117 638	6,6	5,4	11,3	12 228	6,9	-11,3	26,2	
Feb	116 384	-0,5	120 197	13,4	10,1	28,0	12 307	8,2	-11,5	28,5	
Mar	120 811	4,4	121 844	11,2	7,3	28,8	12 267	7,9	-9,1	24,5	
Abr	117 865	3,3	119 301	8,3	5,2	21,5	12 103	4,5	-13,3	22,7	
May	117 839	-0,9	121 584	10,4	5,9	31,0	11 983	7,0	-10,7	24,8	
Jun	121 412	-3,1	123 292	9,1	5,0	26,8	11 817	8,4	-5,1	21,1	
Jul	115 464	-3,8	118 082	2,9	-2,1	26,5	11 614	-13,8	-22,0	-6,6	
Ago P	114 164	-6,0	119 457	5,6	1,3	24,7	11 472	-14,5	-20,9	-9,0	
Sep P	111 724	-5,4	118 513	1,8	-1,9	18,2	11 307	-14,7	-19,4	-10,8	
Oct P	107 255	-6,8	114 919	-1,9	-6,4	17,9	11 321	-11,3	-14,8	-8,5	
Nov P	109 994	-4,5	111 886	-8,3	-11,0	2,3	11 058	-10,1	-13,3	-7,5	

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

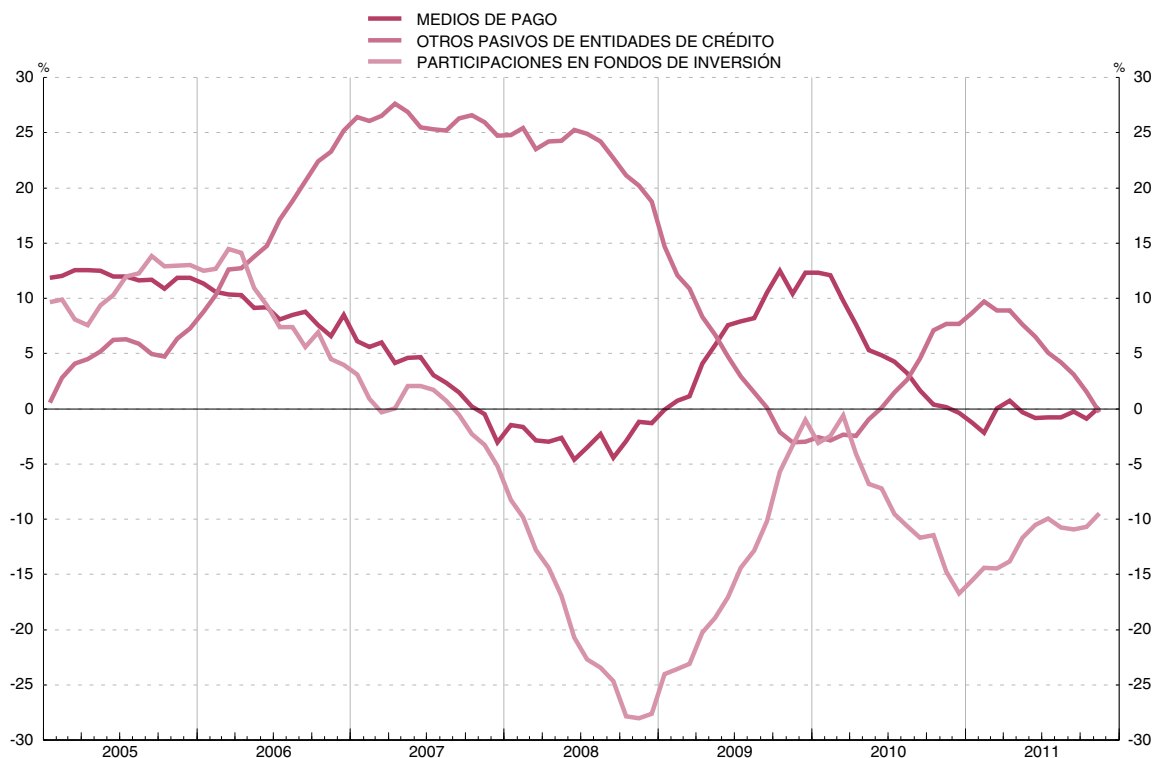
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
08	357 712	-1,3	3,1	-2,7	428 672	18,7	24,2	-35,5	136 148	-27,6	-13,3	-38,7
09	401 881	12,3	3,5	15,3	415 947	-3,0	-3,5	6,5	134 738	-1,0	1,1	-3,4
10	400 409	-0,4	0,2	-0,5	448 006	7,7	6,5	29,1	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
10 Ago	397 180	3,2	2,0	3,6	434 609	2,6	2,8	1,0	119 485	-10,6	-24,3	5,8
<i>Sep</i>	393 722	1,6	1,8	1,6	438 289	4,6	4,7	2,5	118 021	-11,7	-27,2	7,6
<i>Oct</i>	392 429	0,4	1,0	0,2	442 756	7,1	6,9	10,6	117 860	-11,5	-27,8	8,7
<i>Nov</i>	389 977	0,1	0,3	0,1	444 925	7,7	7,0	19,1	113 584	-14,7	-30,3	4,3
<i>Dic</i>	400 409	-0,4	0,2	-0,5	448 006	7,7	6,5	29,1	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
11 Ene	393 678	-1,3	0,2	-1,7	452 696	8,6	7,5	28,2	112 681	-15,6	-32,1	3,3
<i>Feb</i>	391 021	-2,2	0,2	-2,9	456 095	9,7	8,6	29,9	113 412	-14,4	-32,1	5,2
<i>Mar</i>	394 833	0,0	-0,6	0,3	455 196	8,9	7,5	31,8	113 040	-14,5	-30,1	1,9
<i>Abr</i>	395 540	0,7	-0,0	1,0	453 787	8,9	8,5	15,9	112 557	-13,8	-29,3	2,1
<i>May</i>	393 254	-0,3	-1,2	-0,1	453 550	7,6	7,7	6,3	111 452	-11,7	-27,1	3,9
<i>Jun</i>	403 546	-0,8	-1,5	-0,6	452 862	6,5	7,4	-6,9	109 900	-10,5	-22,5	0,8
<i>Jul</i>	401 698	-0,8	-1,8	-0,5	453 110	5,1	6,0	-8,3	107 997	-9,9	-19,2	-1,8
<i>Ago</i> P	394 046	-0,8	-1,8	-0,5	452 974	4,2	5,2	-10,2	106 666	-10,7	-18,1	-4,4
<i>Sep</i> P	392 790	-0,2	-1,1	0,0	451 897	3,1	4,0	-10,2	105 121	-10,9	-16,5	-6,2
<i>Oct</i> P	388 835	-0,9	-1,3	-0,8	449 569	1,5	2,5	-12,6	105 255	-10,7	-15,3	-6,9
<i>Nov</i> P	390 544	0,1	-1,0	0,5	443 446	-0,3	0,7	-15,6	102 800	-9,5	-13,9	-5,9

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.

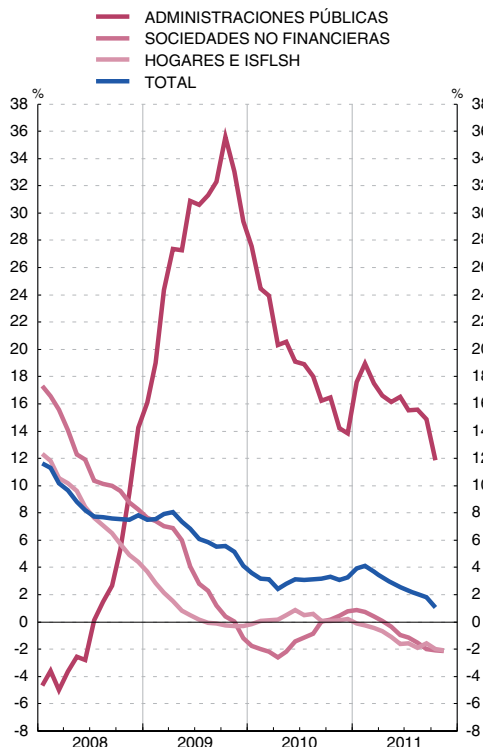
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

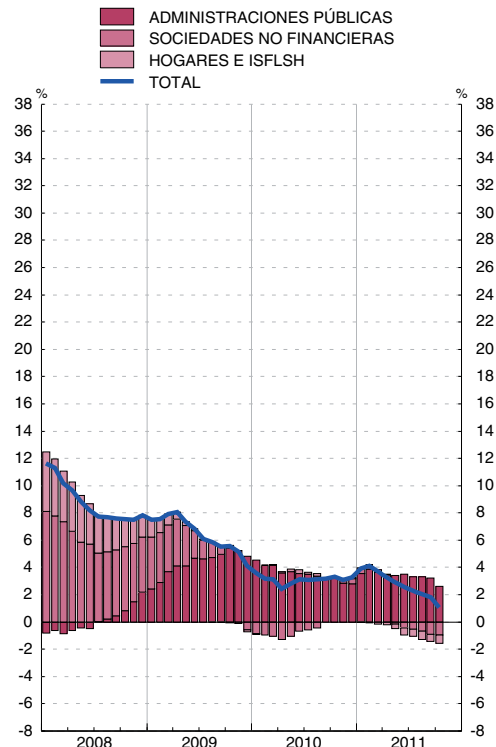
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual						Contribución a la tasa de total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
08	2 655 191	192 830	7,8	14,3	6,6	8,2	4,4	5,6	11,8	12,4	2,2	5,6	4,0	1,6	4,0	0,2	1,4
09	2 771 063	109 502	4,1	29,4	-0,8	-1,2	-0,3	-2,0	36,3	1,1	4,8	-0,7	-0,6	-0,1	-1,4	0,5	0,1
10	2 850 408	90 060	3,3	13,8	0,5	0,8	0,2	-0,4	11,6	3,9	2,8	0,4	0,4	0,1	-0,3	0,2	0,5
10 Ago	2 815 024	-6 919	3,1	18,0	-0,3	-0,9	0,6	-0,8	22,9	-0,9	3,4	-0,2	-0,4	0,2	-0,5	0,4	-0,1
Sep	2 825 793	18 422	3,2	16,2	0,0	0,0	0,1	-0,7	24,7	0,3	3,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,4	0,0
Oct	2 840 833	16 761	3,3	16,4	0,1	0,2	0,1	-0,6	23,6	0,7	3,2	0,1	0,1	0,0	-0,4	0,4	0,1
Nov	2 857 044	14 150	3,1	14,2	0,3	0,4	0,1	-0,4	15,2	1,5	2,9	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,3	0,2
Dic	2 850 408	-750	3,3	13,8	0,5	0,8	0,2	-0,4	11,6	3,9	2,8	0,4	0,4	0,1	-0,3	0,2	0,5
11 Ene	2 854 829	5 437	3,9	17,6	0,5	0,9	-0,1	-0,5	8,5	4,2	3,6	0,4	0,4	-0,0	-0,3	0,2	0,5
Feb	2 865 035	11 337	4,1	18,9	0,3	0,7	-0,3	-0,9	11,9	5,1	3,9	0,3	0,3	-0,1	-0,6	0,2	0,6
Mar	2 866 973	4 941	3,7	17,5	0,0	0,4	-0,5	-1,0	10,0	4,1	3,7	0,0	0,2	-0,1	-0,7	0,2	0,5
Abr	2 852 855	-6 750	3,3	16,6	-0,2	0,1	-0,7	-1,2	5,0	4,1	3,5	-0,2	0,0	-0,2	-0,8	0,1	0,5
May	2 854 882	2 054	2,9	16,1	-0,6	-0,3	-1,1	-1,7	6,3	3,8	3,4	-0,5	-0,2	-0,4	-1,1	0,1	0,5
Jun	2 869 127	16 104	2,6	16,5	-1,2	-0,9	-1,6	-2,4	5,8	3,6	3,5	-1,0	-0,4	-0,5	-1,5	0,1	0,4
Jul	2 858 430	-10 259	2,3	15,5	-1,3	-1,2	-1,6	-2,4	8,1	2,7	3,3	-1,0	-0,5	-0,5	-1,5	0,2	0,3
Ago	2 843 717	-14 224	2,0	15,6	-1,7	-1,5	-1,9	-2,8	7,5	2,7	3,3	-1,3	-0,7	-0,6	-1,8	0,2	0,3
Sep	2 855 230	12 541	1,8	14,9	-1,8	-2,0	-1,5	-2,9	7,9	2,3	3,2	-1,4	-0,9	-0,5	-1,9	0,2	0,3
Oct	2 847 235	-4 798	1,0	11,8	-2,0	-2,1	-2,0	-3,2	6,6	2,5	2,6	-1,6	-1,0	-0,6	-2,0	0,1	0,3
Nov	...	...	...	...	-2,1	-2,1	-2,1	-3,3	6,0	2,5	...	...	...	...	...	...	...

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

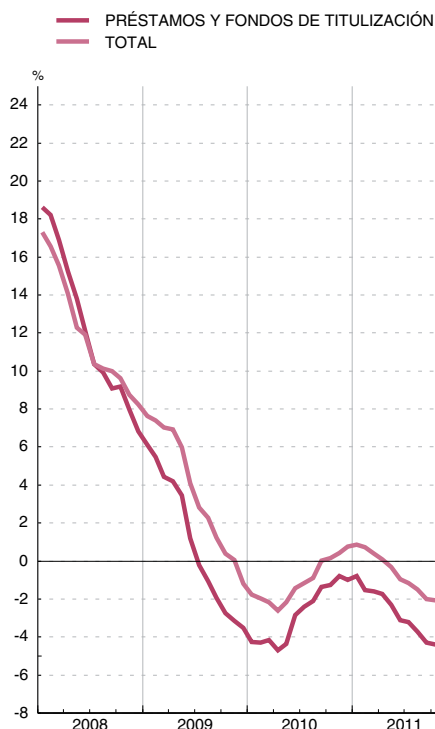
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

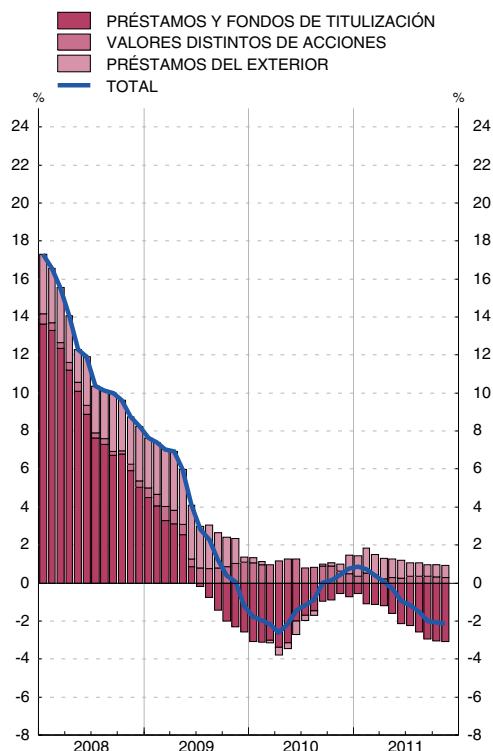
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual		Contribución a la tasa del total
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
08	1 308 086	99 965	8,2	954 134	6,8	5,0	40 059	25 648	11,8	0,3	313 893	12,2	2,9	2 060
09	1 303 430	-15 688	-1,2	916 361	-3,5	-2,6	54 618	40 095	36,3	1,1	332 451	1,1	0,3	1 256
10	1 309 961	9 932	0,8	897 475	-1,0	-0,7	60 947	47 129	11,6	0,5	351 539	3,9	1,0	1 581
10 Ago	1 308 604	-5 345	-0,9	900 944	-2,1	-1,5	59 401	45 826	22,9	0,8	348 258	-0,9	-0,2	1 697
Sep	1 312 841	10 931	0,0	904 894	-1,4	-1,0	60 058	45 941	24,7	0,9	347 888	0,3	0,1	1 493
Oct	1 312 682	926	0,2	904 269	-1,3	-0,9	61 064	46 973	23,6	0,9	347 348	0,6	0,2	1 593
Nov	1 317 497	2 286	0,4	903 778	-0,8	-0,6	61 783	47 763	15,2	0,6	351 936	1,4	0,4	1 597
Dic	1 309 961	-3 115	0,8	897 475	-1,0	-0,7	60 947	47 129	11,6	0,5	351 539	3,9	1,0	1 581
11 Ene	1 305 350	-3 587	0,9	892 670	-0,8	-0,6	60 687	46 909	8,5	0,4	351 993	4,2	1,1	1 447
Feb	1 301 916	-2 636	0,7	884 149	-1,5	-1,1	62 849	49 140	11,9	0,5	354 918	5,1	1,3	1 342
Mar	1 295 758	-3 888	0,4	881 905	-1,6	-1,1	62 780	48 890	10,0	0,4	351 073	4,1	1,1	1 317
Abr	1 287 961	-1 204	0,1	878 129	-1,7	-1,2	63 287	49 104	5,0	0,2	346 545	4,1	1,1	1 454
May	1 284 560	-3 709	-0,3	873 122	-2,3	-1,6	64 552	50 033	6,3	0,3	346 886	3,8	1,0	1 431
Jun	1 277 083	-6 185	-0,9	867 080	-3,1	-2,1	63 658	49 150	5,8	0,3	346 345	3,6	0,9	1 427
Jul	P 1 277 385	372	-1,2	865 733	-3,2	-2,2	64 095	49 415	8,1	0,4	347 557	2,7	0,7	1 386
Ago	P 1 267 353	-9 796	-1,5	854 838	-3,7	-2,6	63 877	49 237	7,5	0,3	348 638	2,7	0,7	1 328
Sep	P 1 271 276	4 211	-2,0	854 208	-4,3	-3,0	64 829	50 036	7,9	0,4	352 240	2,2	0,6	1 212
Oct	P 1 268 679	184	-2,1	851 922	-4,4	-3,0	65 108	50 219	6,6	0,3	351 650	2,5	0,7	1 293
Nov	P 1 268 985	1 072	-2,1	850 784	-4,5	-3,1	65 467	50 598	6,0	0,3	352 734	2,5	0,7	1 272

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

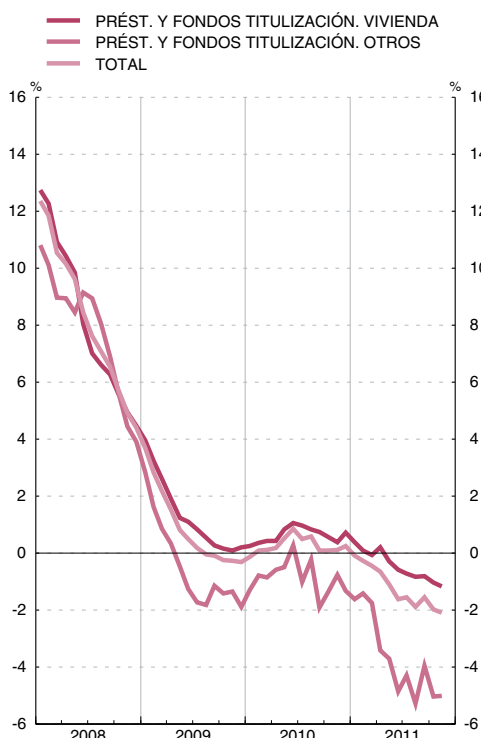
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

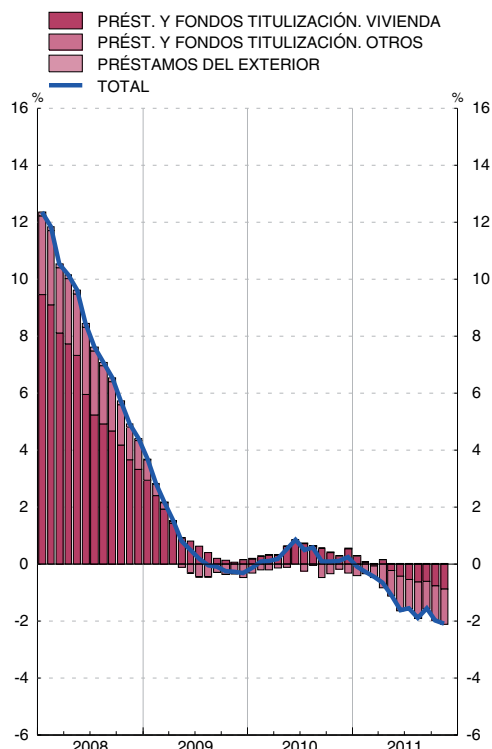
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de crédito, resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de crédito, resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
08	911 283	38 443	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	3 122	36,9	0,1	23 304	4 436
09	903 755	-2 865	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	3 379	3,9	0,0	23 986	2 986
10	898 564	2 124	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	3 320	5,4	0,0	17 161	1 637
10 Ago	902 979	-1 450	0,6	679 165	0,8	0,6	220 542	-0,2	-0,1	3 272	3,9	0,0	19 271	2 156
Sep	898 173	-3 847	0,1	678 448	0,7	0,6	216 448	-1,9	-0,5	3 277	3,1	0,0	19 216	2 070
Oct	898 412	875	0,1	677 838	0,5	0,4	217 288	-1,3	-0,3	3 286	4,5	0,0	18 914	2 009
Nov	903 664	5 720	0,1	677 590	0,4	0,3	222 772	-0,8	-0,2	3 302	5,1	0,0	17 285	1 773
Dic	898 564	-3 635	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	3 320	5,4	0,0	17 161	1 637
11 Ene	894 493	-4 079	-0,1	677 703	0,4	0,3	213 493	-1,6	-0,4	3 297	5,1	0,0	16 634	1 517
Feb	891 878	-2 282	-0,3	675 957	0,1	0,1	212 617	-1,4	-0,3	3 304	4,7	0,0	16 738	1 543
Mar	888 285	-2 860	-0,5	674 687	-0,1	-0,1	210 271	-1,7	-0,4	3 328	5,8	0,0	16 553	1 383
Abr	887 194	-317	-0,7	676 532	0,2	0,1	207 699	-3,4	-0,8	2 963	5,5	0,0	16 211	1 300
May	884 905	-1 953	-1,1	674 603	-0,3	-0,2	207 319	-3,7	-0,9	2 984	5,7	0,0	16 028	929
Jun	889 211	4 873	-1,6	674 734	-0,6	-0,4	211 480	-4,9	-1,2	2 996	6,4	0,0	15 735	760
Jul	883 686	-5 158	-1,6	674 240	-0,7	-0,5	206 425	-4,3	-1,0	3 021	6,8	0,0	15 670	714
Ago	878 978	-4 454	-1,9	671 878	-0,8	-0,6	204 077	-5,3	-1,3	3 024	5,6	0,0	15 627	648
Sep	877 614	-624	-1,5	671 209	-0,8	-0,6	203 370	-4,0	-1,0	3 035	5,7	0,0	15 475	605
Oct	874 232	-2 966	-2,0	669 188	-1,0	-0,8	201 988	-5,0	-1,2	3 056	4,5	0,0	15 305	610
Nov	878 197	4 470	-2,1	667 935	-1,2	-0,9	207 195	-5,0	-1,2	3 068	4,4	0,0	15 206	569

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

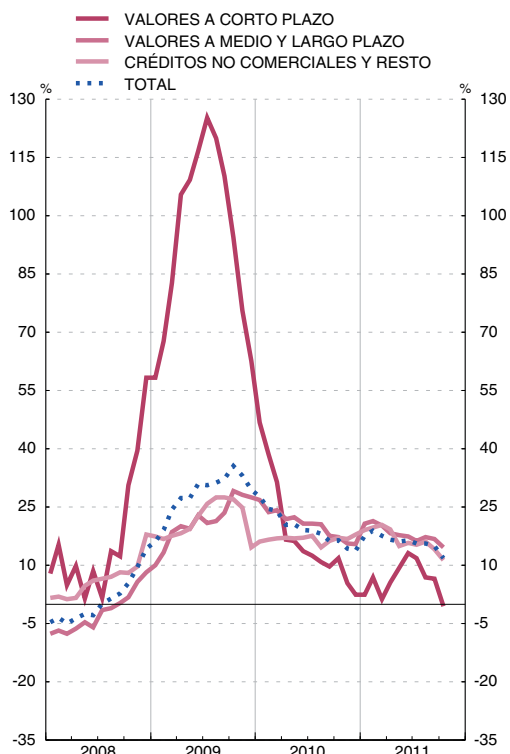
8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

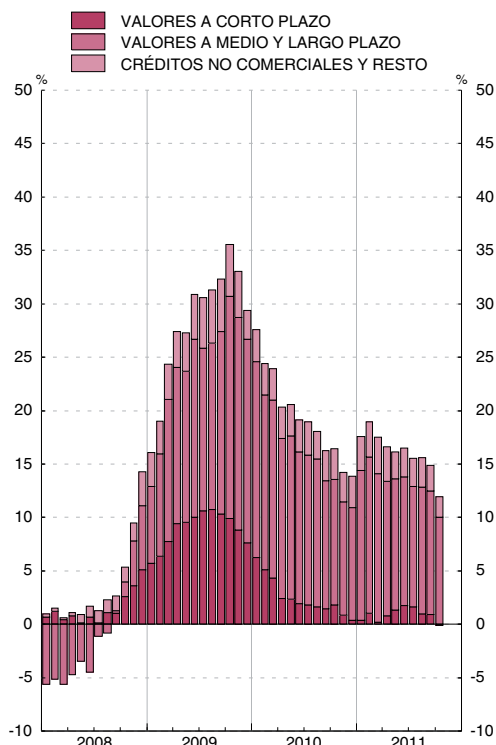
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
07	381 401	-8 824	-2,3	33 397	823	2,5	0,2	279 872	-9 001	-3,1	-2,3	68 132	-645	-0,9	-0,2
08	435 822	54 421	14,3	52 876	19 479	58,3	5,1	302 656	22 784	8,1	6,0	80 291	12 158	17,8	3,2
09	563 878	128 055	29,4	86 003	33 127	62,7	7,6	385 825	83 170	27,5	19,1	92 050	11 759	14,6	2,7
10	P 641 883	78 005	13,8	88 124	2 121	2,5	0,4	445 252	59 427	15,4	10,5	108 507	16 457	17,9	2,9
10 May	P 590 135	8 850	20,5	81 750	397	16,2	2,3	409 521	6 427	22,4	15,3	98 864	2 026	16,8	2,9
Jun	P 603 243	13 108	19,1	81 616	-135	13,7	1,9	418 255	8 734	20,8	14,2	103 373	4 509	17,1	3,0
Jul	P 603 564	321	18,9	83 409	1 793	12,5	1,8	415 351	-2 904	20,7	14,0	104 804	1 431	17,5	3,1
Ago	P 603 441	-123	18,0	84 768	1 359	10,8	1,6	415 599	248	20,5	13,8	103 074	-1 730	14,7	2,6
Sep	P 614 779	11 338	16,2	86 110	1 342	9,7	1,4	422 533	6 934	17,6	12,0	106 137	3 063	16,3	2,8
Oct	P 629 739	14 960	16,4	90 961	4 852	11,8	1,8	431 521	8 988	17,3	11,8	107 256	1 120	17,1	2,9
Nov	P 635 882	6 144	14,2	90 112	-849	5,4	0,8	439 313	7 792	15,6	10,6	106 457	-799	16,8	2,7
Dic	P 641 883	6 000	13,8	88 124	-1 988	2,5	0,4	445 252	5 939	15,4	10,5	108 507	2 050	17,9	2,9
11 Ene	P 654 987	13 104	17,6	87 890	-234	2,5	0,4	455 992	10 740	20,7	14,0	111 105	2 598	19,1	3,2
Feb	P 671 241	16 255	18,9	89 203	1 312	6,8	1,0	468 380	12 388	21,4	14,6	113 659	2 555	19,6	3,3
Mar	P 682 930	11 688	17,5	85 654	-3 549	1,2	0,2	481 216	12 836	20,3	13,9	116 060	2 401	20,4	3,4
Abr	P 677 700	-5 230	16,6	85 864	210	5,5	0,8	476 416	-4 800	18,2	12,6	115 420	-640	19,2	3,2
May	P 685 416	7 717	16,1	89 427	3 564	9,4	1,3	482 293	5 877	17,8	12,3	113 696	-1 724	15,0	2,5
Jun	P 702 833	17 416	16,5	92 275	2 847	13,1	1,8	490 935	8 642	17,4	12,0	119 623	5 927	15,7	2,7
Jul	A 697 360	-5 473	15,5	93 311	1 037	11,9	1,6	483 170	-7 765	16,3	11,2	120 879	1 255	15,3	2,7
Ago	A 697 386	26	15,6	90 566	-2 745	6,8	1,0	487 189	4 019	17,2	11,9	119 631	-1 247	16,1	2,7
Sep	A 706 340	8 954	14,9	91 672	1 106	6,5	0,9	493 559	6 370	16,8	11,6	121 108	1 477	14,1	2,4
Oct	A 704 324	-2 016	11,8	90 429	-1 244	-0,6	-0,1	494 564	1 005	14,6	10,0	119 330	-1 778	11,3	1,9

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

b. Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

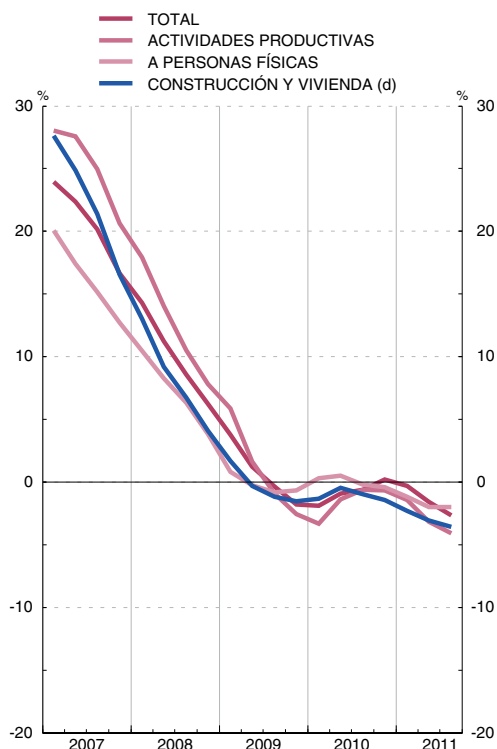
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

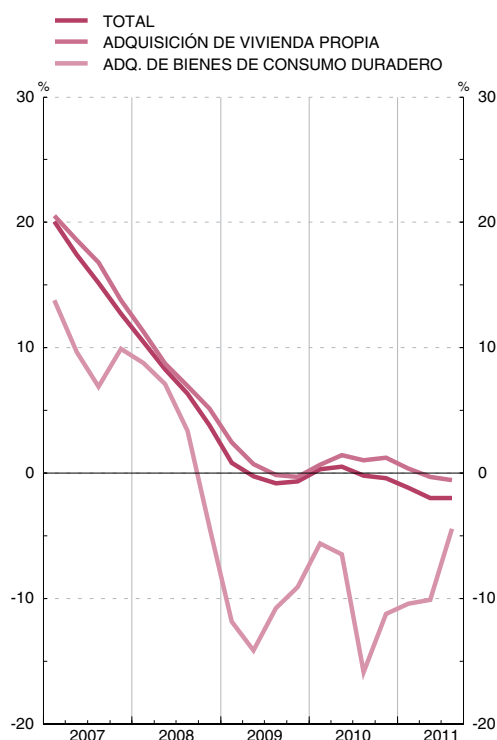
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)		
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero					Resto (b)	
									Del cual	Del cual					
															Total	Adquisición de vivienda
							Servicios inmobiliarios								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
08	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
09	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988
10	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099
07 /	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	593 655	567 062	53 898	107 174	5 955	22 497	1 020 287
/	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	609 791	582 505	54 035	104 371	6 106	21 822	1 052 731
/	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507
08 /	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519
/	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062
/	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765
/	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
09 /	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231
/	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	23 063	1 110 917
/	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918
/	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988
10 /	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 474	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758
/	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436
/	1 837 278	991 374	23 456	152 031	121 514	694 374	320 090	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 444	1 100 836
/	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099
11 /	1 824 256	971 962	22 618	145 796	109 582	693 966	312 152	804 029	658 133	628 138	41 073	104 823	5 710	42 554	1 079 867
/	1 817 801	963 039	22 435	146 481	105 489	688 634	308 425	805 058	658 999	628 377	40 201	105 858	5 898	43 806	1 072 912
/	1 788 847	951 096	22 203	145 503	102 258	681 132	303 506	794 562	655 734	625 109	38 478	100 350	6 557	36 631	1 061 499

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en www.bde.es.

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

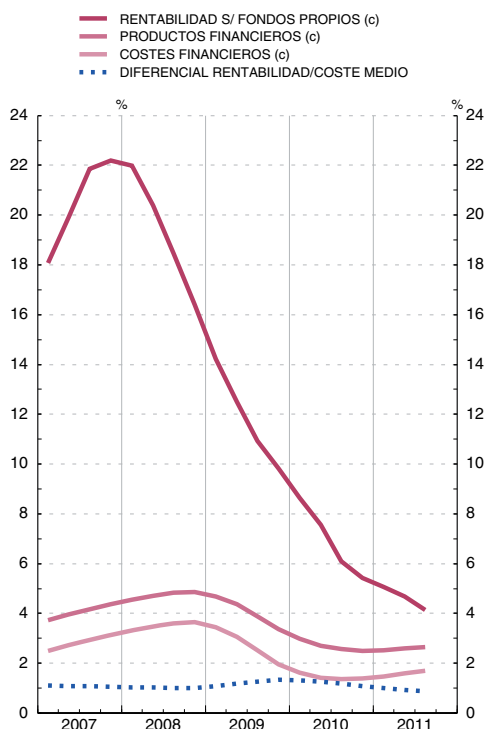
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPOSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

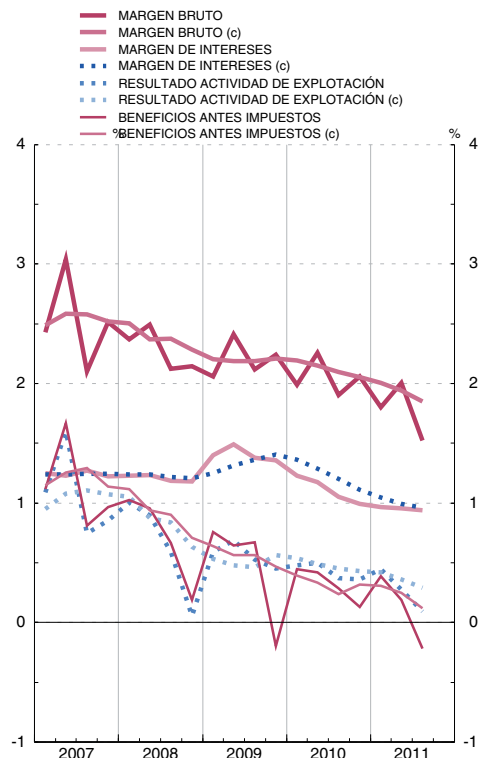
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14	15
							Gastos de explotación	Del cual De personal								
	Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros pto. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual De personal	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)	
08	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0	
09	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3	
10	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1	
08 / IV	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0	
09 / I	4,1	2,7	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,5	0,6	0,3	0,8	11,4	5,0	3,9	1,1	
09 / II	3,5	2,1	1,5	0,9	2,4	0,9	0,6	0,8	0,7	0,2	0,6	10,0	4,7	3,5	1,2	
09 / III	3,0	1,6	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,6	0,5	0,3	0,7	9,9	4,2	2,9	1,3	
09 / IV	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3	
10 / I	2,5	1,3	1,2	0,8	2,0	0,9	0,6	0,6	0,5	0,1	0,4	6,6	3,2	1,9	1,3	
10 / II	2,5	1,3	1,2	1,1	2,3	0,9	0,6	0,8	0,5	0,2	0,4	5,7	2,9	1,6	1,3	
10 / III	2,5	1,4	1,1	0,9	1,9	0,9	0,6	0,6	0,4	0,2	0,3	4,0	2,7	1,6	1,2	
10 / IV	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1	
11 / I	2,6	1,6	1,0	0,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4	0,1	0,4	5,2	2,7	1,7	1,0	
11 / 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	
11 / III	2,8	1,8	0,9	0,6	1,5	0,9	0,5	0,5	0,1	0,3	-0,2	1,9	2,8	2,0	0,9	

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

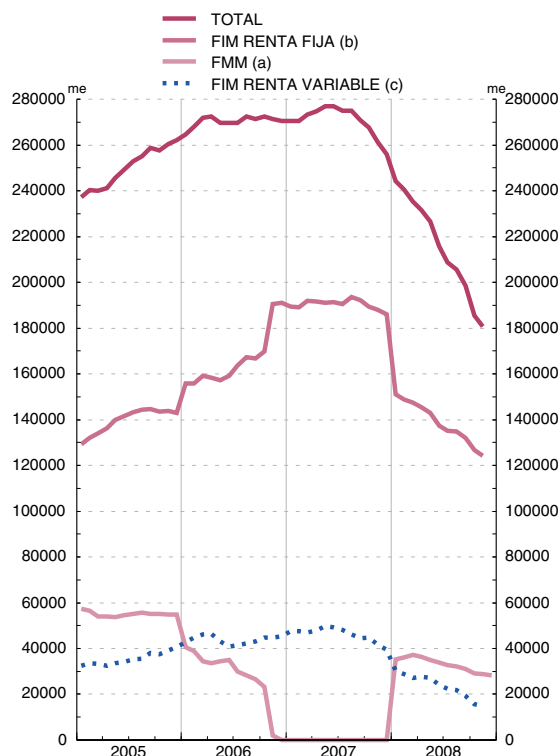
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

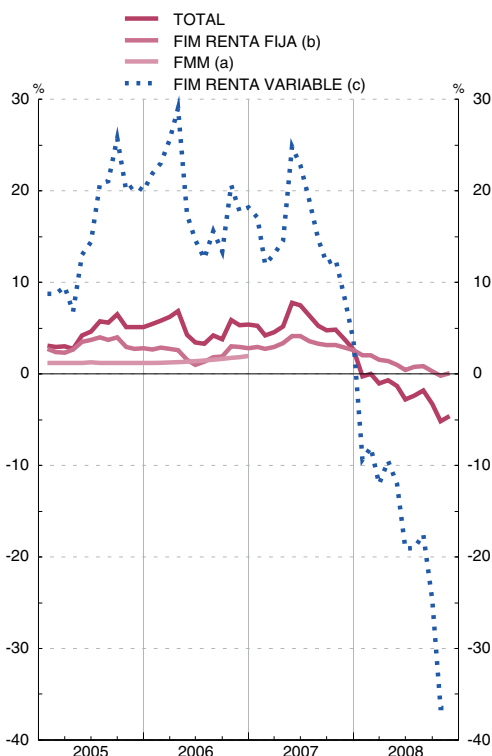
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
07 Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
Sep	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
Oct	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
Abr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
May	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
Jun	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
Jul	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
Ago	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
Sep	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
Oct	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
Nov	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

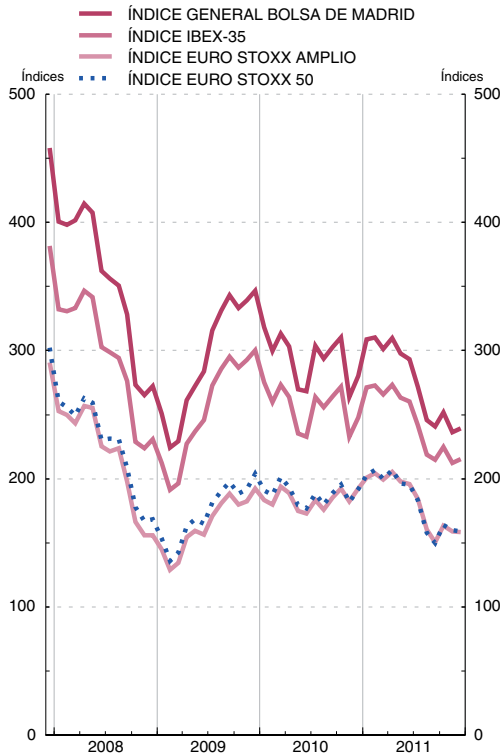
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

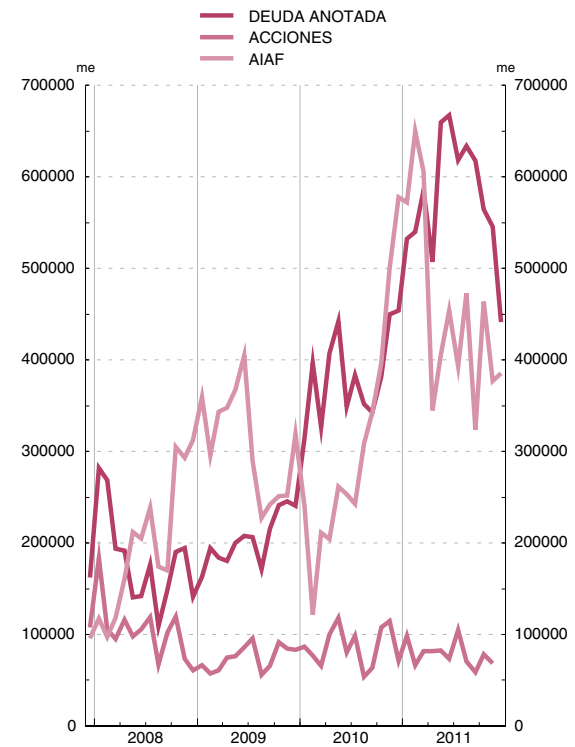
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid 1	IBEX-35 2	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada 7	AIAF renta fija 8	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio 3	50 4	Acciones 5	Renta fija 6			Renta fija 9	Renta variable 10	Renta fija 11	Renta variable 12
09	1 055,69	10 107,91	235,02	2 529,03	898 195	75 103	2 448 490	3 699 008	-	33 946	-	5 752
10	1 053,39	10 203,05	262,36	2 737,05	1 038 259	67 454	4 597 749	3 660 872	-	37 904	-	6 639
11	P 986,15	9 727,31	258,92	2 646,26	866 840	66 326	6 910 442	5 448 503	-	29 630	-	5 591
10 Sep	1 085,03	10 514,50	264,43	2 747,90	63 353	5 259	342 963	342 945	...	3 296	...	450
Oct	1 111,28	10 812,90	274,34	2 844,99	107 818	4 759	381 546	396 506	...	2 359	...	454
Nov	944,91	9 267,20	260,19	2 650,99	114 931	10 151	449 857	500 240	...	4 053	...	570
Dic	1 003,73	9 859,10	274,45	2 792,82	71 638	4 765	453 940	577 528	...	4 412	...	481
11 Ene	1 105,31	10 806,00	286,41	2 953,63	98 865	4 101	532 103	572 367	...	2 992	...	581
Feb	1 111,25	10 850,80	291,83	3 013,09	66 520	3 982	539 541	649 957	...	2 243	...	511
Mar	1 079,01	10 576,50	284,36	2 910,91	81 839	5 217	585 212	605 845	...	3 182	...	573
Abr	1 109,35	10 878,90	293,20	3 011,25	81 814	6 855	506 668	344 493	...	1 369	...	412
May	1 066,37	10 476,00	282,60	2 861,92	82 857	7 455	659 698	405 338	...	2 267	...	446
Jun	1 049,76	10 359,90	279,46	2 848,53	73 411	4 294	667 286	454 088	...	2 579	...	495
Jul	973,30	9 630,70	262,76	2 670,37	104 705	6 551	617 918	393 327	...	1 292	...	524
Ago	881,40	8 718,60	228,82	2 302,08	70 892	5 279	633 792	473 063	...	1 523	...	602
Sep	862,85	8 546,60	214,77	2 179,66	58 839	5 331	617 152	323 864	...	3 030	...	441
Oct	901,18	8 954,90	232,83	2 385,22	78 397	4 071	564 362	463 770	...	1 994	...	356
Nov	845,97	8 449,50	226,68	2 330,43	68 702	13 191	545 551	377 003	...	2 949	...	367
Dic	P 857,65	8 566,30	225,78	2 316,55	...	...	441 160	385 388	...	4 211	...	283

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)

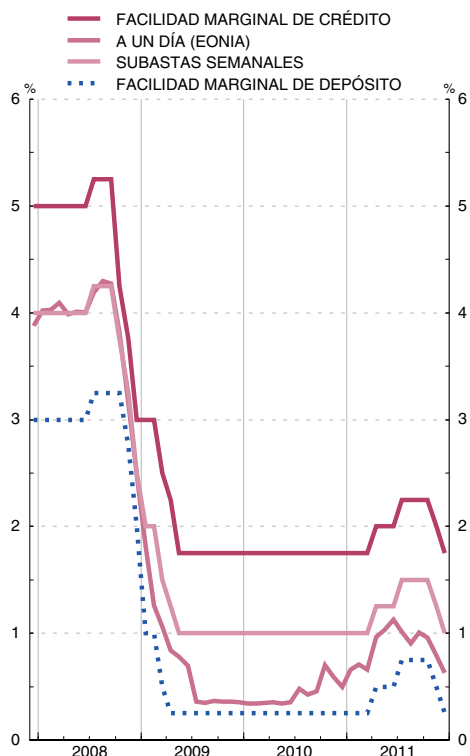
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

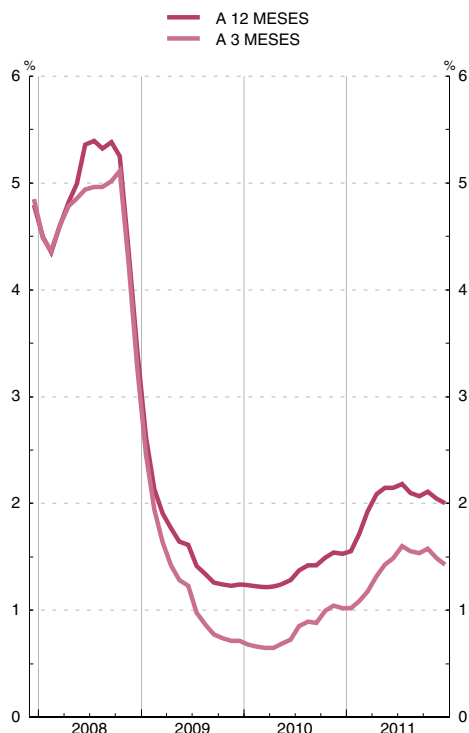
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Opera- ciones princi- pales de financia- ción: subastas semanales	Opera- ciones de financia- ción a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (euribor) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día 10	A un mes 11	A tres meses 12	A seis meses 13	A un año 14	Día a día 15	A un mes 16	A tres meses 17	A un año 18
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
09	1,00	1,00	1,75	0,25	0,714	0,89	1,22	1,43	1,62	0,67	0,94	1,23	1,41	1,62	0,61	0,63	0,67	0,84
10	1,00	1,00	1,75	0,25	0,437	0,57	0,81	1,08	1,35	0,46	0,71	0,87	1,04	1,36	0,39	0,57	0,74	0,98
11	1,00	1,00	1,75	0,25	0,871	1,18	1,39	1,64	2,01	1,02	1,33	1,34	1,57	2,64	0,88	1,17	1,39	2,04
10 Sep	1,00	1,00	1,75	0,25	0,454	0,62	0,88	1,14	1,42	0,44	0,87	0,93	1,14	1,41	0,37	0,55	0,82	-
Oct	1,00	1,00	1,75	0,25	0,701	0,78	1,00	1,22	1,50	0,69	1,01	0,95	1,20	1,48	0,64	0,78	1,11	-
Nov	1,00	1,00	1,75	0,25	0,593	0,83	1,04	1,27	1,54	0,60	1,08	1,03	-	1,54	0,56	0,79	0,90	-
Dic	1,00	1,00	1,75	0,25	0,498	0,81	1,02	1,25	1,53	0,67	1,04	1,08	1,25	1,52	0,57	1,00	1,31	-
11 Ene	1,00	1,00	1,75	0,25	0,659	0,79	1,02	1,25	1,55	0,64	0,99	1,03	1,28	-	0,58	0,95	1,16	-
Feb	1,00	1,00	1,75	0,25	0,707	0,89	1,09	1,35	1,71	0,70	1,11	1,08	1,34	1,68	0,65	0,90	1,07	-
Mar	1,00	1,00	1,75	0,25	0,659	0,90	1,18	1,48	1,92	0,66	1,12	1,17	1,47	-	0,59	0,86	1,10	-
Abr	1,25	1,25	2,00	0,50	0,966	1,13	1,32	1,62	2,09	0,98	1,25	1,31	1,64	2,08	0,94	1,15	1,23	-
May	1,25	1,25	2,00	0,50	1,033	1,24	1,43	1,71	2,15	1,03	1,43	1,43	1,72	2,23	0,99	1,16	1,25	-
Jun	1,25	1,25	2,00	0,50	1,124	1,28	1,49	1,75	2,14	1,20	1,39	1,49	1,72	-	1,12	1,25	1,44	1,77
Jul	1,50	1,50	2,25	0,75	1,012	1,42	1,60	1,82	2,18	1,08	1,47	-	-	3,10	1,00	1,48	1,67	2,00
Ago	1,50	1,50	2,25	0,75	0,906	1,37	1,55	1,76	2,10	1,06	1,39	1,45	1,82	3,10	0,93	1,37	1,49	3,34
Sep	1,50	1,50	2,25	0,75	1,005	1,35	1,54	1,74	2,07	1,27	1,60	1,68	-	3,10	1,00	1,23	1,37	-
Oct	1,50	1,50	2,25	0,75	0,960	1,36	1,58	1,78	2,11	1,40	1,52	-	-	-	1,06	1,30	1,44	-
Nov	1,25	1,25	2,00	0,50	0,790	1,23	1,48	1,71	2,04	1,38	1,30	1,46	-	3,10	1,01	1,28	1,65	1,00
Dic	1,00	1,00	1,75	0,25	0,627	1,14	1,43	1,67	2,00	0,81	1,38	-	-	-	0,64	1,08	1,77	-

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

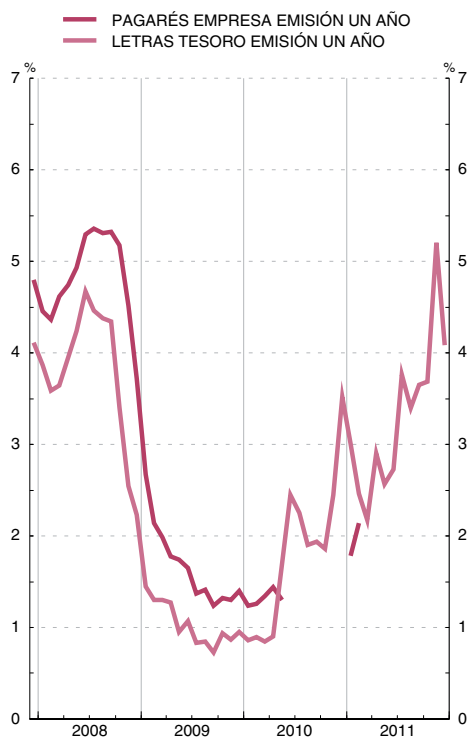
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

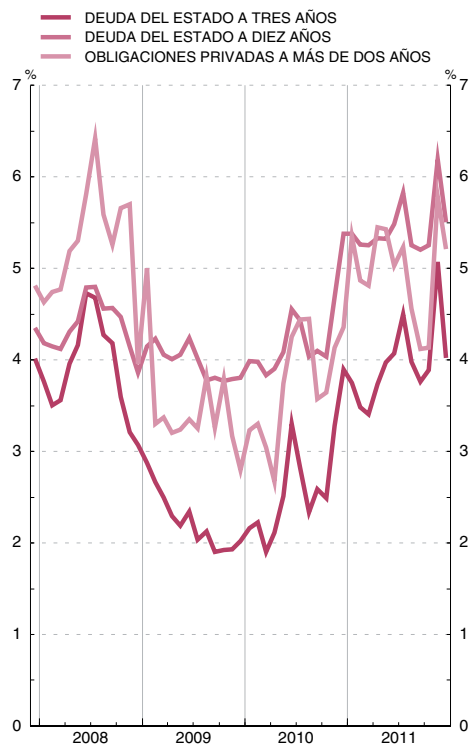
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
09	1,04	0,99	1,67	1,67	2,30	2,98	3,99	4,45	4,86	2,23	3,97	3,46	
10	1,80	1,70	1,32	1,62	2,79	3,20	4,46	5,04	5,11	2,64	4,25	3,74	
11	3,31	3,04	1,95	3,11	4,12	4,47	5,59	5,99	5,96	3,97	5,44	5,00	
10													
Sep	1,94	1,79	-	2,05	-	3,00	4,17	-	5,08	2,59	4,09	3,57	
Oct	1,86	1,83	-	2,32	2,55	-	-	4,55	4,79	2,49	4,04	3,64	
Nov	2,45	2,30	-	1,93	-	3,60	-	4,63	5,50	3,28	4,69	4,13	
Dic	3,52	3,26	-	2,11	3,80	-	5,49	5,99	-	3,90	5,37	4,36	
11													
Ene	3,01	2,77	1,78	2,99	-	4,59	-	-	-	3,75	5,38	5,35	
Feb	2,46	2,22	2,14	2,86	3,30	4,08	5,22	-	5,98	3,49	5,26	4,87	
Mar	2,18	2,14	-	2,88	3,61	4,41	5,18	6,01	5,89	3,41	5,25	4,81	
Abr	2,90	2,55	-	3,07	3,60	-	5,48	5,70	-	3,73	5,33	5,45	
May	2,57	2,51	-	2,19	-	4,56	5,41	-	6,01	3,97	5,32	5,43	
Jun	2,73	2,69	-	2,80	4,05	4,25	5,37	6,04	-	4,07	5,48	5,03	
Jul	3,76	3,29	-	3,10	4,32	4,89	5,92	6,22	-	4,50	5,82	5,23	
Ago	3,40	3,25	-	3,50	5,05	-	-	-	-	3,98	5,25	4,56	
Sep	3,65	3,33	-	3,34	-	4,52	5,20	-	-	3,76	5,20	4,12	
Oct	3,69	3,47	-	3,44	3,52	-	5,45	-	-	3,89	5,25	4,13	
Nov	5,20	4,75	-	3,53	4,36	4,89	7,09	-	-	5,07	6,19	5,78	
Dic	4,09	3,45	-	3,66	5,20	4,05	5,57	-	-	4,02	5,50	5,21	

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

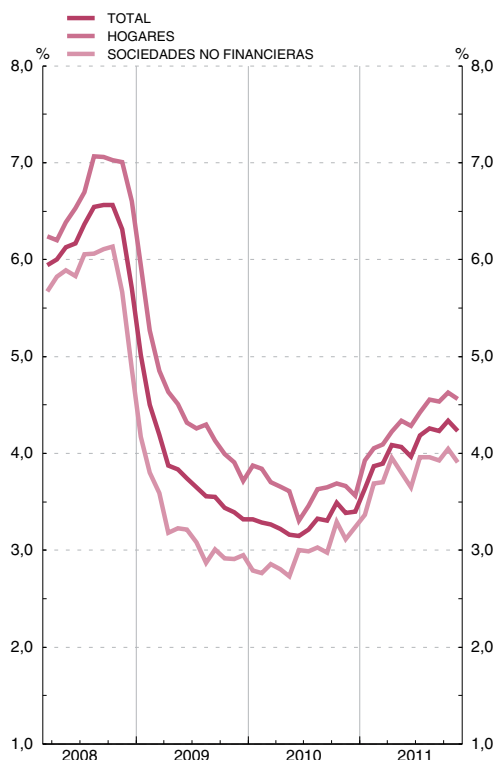
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)								
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		1	2	3	4	5	6		7	9	10	11	12	13	14	15	16
	Tipo sintético	Vi-vienda	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	
09	3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41
10	3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79
11	A 4,23	4,56	3,72	7,22	3,91	5,27	3,15	1,65	1,74	0,29	2,77	1,16	1,33	0,63	2,13	1,19
10 Abr	3,22	3,66	2,55	7,00	2,80	4,22	2,11	1,36	1,45	0,29	2,34	0,32	1,08	0,59	1,70	0,34
May	3,16	3,61	2,50	6,98	2,73	4,33	2,07	1,30	1,37	0,27	2,21	0,39	1,08	0,57	1,74	0,40
Jun	3,15	3,31	2,39	5,99	3,00	4,08	2,51	1,37	1,48	0,28	2,43	0,57	1,04	0,53	1,71	0,48
Jul	3,22	3,45	2,53	6,25	2,99	4,19	2,48	1,51	1,58	0,29	2,57	0,62	1,28	0,58	2,12	0,54
Ago	3,32	3,63	2,60	6,73	3,03	4,23	2,46	1,46	1,55	0,30	2,50	0,43	1,18	0,55	1,97	0,43
Sep	3,31	3,65	2,66	6,69	2,98	4,22	2,35	1,61	1,70	0,30	2,73	0,42	1,33	0,54	2,27	0,45
Oct	3,49	3,69	2,70	6,70	3,29	4,37	2,66	1,63	1,71	0,29	2,75	0,68	1,34	0,56	2,19	0,69
Nov	3,38	3,66	2,72	6,47	3,11	4,41	2,47	1,65	1,76	0,29	2,82	0,65	1,31	0,58	2,14	0,62
Dic	3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79
11 Ene	3,64	3,92	2,92	7,04	3,36	4,58	2,79	1,59	1,67	0,29	2,66	1,18	1,33	0,58	2,14	0,77
Feb	3,87	4,05	3,07	7,09	3,69	4,81	3,10	1,57	1,65	0,29	2,61	1,29	1,30	0,57	2,10	0,71
Mar	3,89	4,09	3,15	7,04	3,70	4,90	3,06	1,60	1,69	0,30	2,68	0,81	1,32	0,59	2,12	0,74
Abr	4,09	4,22	3,31	7,13	3,95	5,01	3,37	1,64	1,72	0,30	2,73	1,24	1,38	0,63	2,23	1,03
May	4,07	4,34	3,46	7,13	3,80	5,08	3,12	1,71	1,79	0,31	2,83	1,16	1,45	0,65	2,32	1,01
Jun	3,96	4,28	3,53	6,64	3,65	5,09	3,08	1,72	1,81	0,30	2,91	1,23	1,45	0,64	2,34	1,18
Jul	4,19	4,42	3,58	7,10	3,96	5,23	3,29	1,65	1,72	0,30	2,75	1,23	1,41	0,64	2,27	1,13
Ago	4,26	4,55	3,68	7,38	3,96	5,16	3,37	1,57	1,64	0,33	2,57	1,12	1,32	0,65	2,04	0,98
Sep	4,23	4,54	3,67	7,34	3,93	5,17	3,28	1,65	1,73	0,30	2,74	1,14	1,38	0,63	2,20	1,10
Oct	4,33	4,62	3,75	7,47	4,05	5,32	3,31	1,64	1,72	0,30	2,72	1,22	1,36	0,66	2,10	1,20
Nov	P 4,23	4,56	3,72	7,22	3,91	5,27	3,15	1,65	1,74	0,29	2,77	1,16	1,33	0,63	2,13	1,19

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

a. Cuadro incluido entre los requerimientos del FMI en el contexto de las Normas Especiales de Distribución de Datos (NEDD)

b. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

c. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

d. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

e. Hasta mayo de 2010, inclusive, esta columna incluye el crédito concedido a través de tarjetas de crédito (véase nota de novedades del Boletín Estadístico julio-agosto 2010).

9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

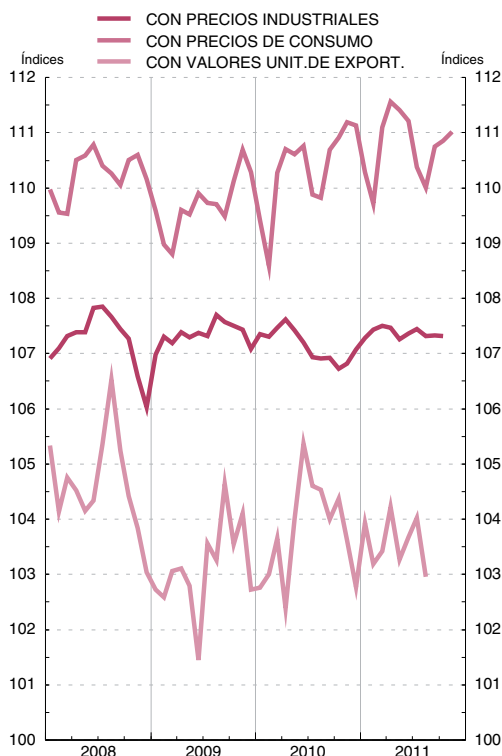
■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
08	107,9	110,6	114,3	103,3	101,1	106,7	109,4	113,1	102,2	107,2	110,2	115,0	121,4	104,6
09	108,5	111,7	113,4	102,3	103,0	105,4	108,5	110,1	99,3	107,3	109,7	111,9	111,2	103,1
10	107,8	111,2	110,0	102,1	102,2	105,5	108,8	107,7	100,0	107,1	110,3	109,4	112,3	103,8
09 IV	108,4	112,2	113,2	102,4	102,9	105,3	109,0	110,0	99,5	107,3	110,4	111,9	111,9	103,5
10 I	108,5	110,8	110,9	101,7	102,6	105,8	108,0	108,1	99,1	107,4	109,5	110,0	109,2	103,1
II	108,0	111,6	110,6	102,2	102,2	105,7	109,2	108,3	100,0	107,4	110,7	110,0	111,7	103,9
III	107,3	110,6	109,7	102,7	101,9	105,3	108,6	107,7	100,8	106,9	110,1	109,4	113,7	104,4
IV	107,5	111,8	109,0	102,0	102,1	105,2	109,5	106,7	99,9	106,9	111,1	108,4	114,6	103,6
11 I	107,7	110,8	108,1	101,8	101,9	105,7	108,7	106,0	99,9	107,4	110,4	107,7	109,3	103,5
II	107,9	112,1	107,7	102,0	102,2	105,6	109,7	105,3	99,7	107,4	111,4	106,9	111,6	103,7
III	107,9	111,2	106,1	...	102,3	105,5	108,6	103,7	...	107,4	110,4	105,3	110,7	...
11 Mar	108,0	111,7	108,1	101,8	102,1	105,8	109,5	106,0	99,8	107,5	111,1	107,7	109,3	103,4
Abr	108,1	112,3	...	102,4	102,2	105,7	109,9	...	100,2	107,5	111,6	...	...	104,2
May	107,8	112,1	...	101,5	102,2	105,5	109,7	...	99,3	107,3	111,4	...	...	103,3
Jun	108,0	112,1	107,7	102,0	102,3	105,5	109,5	105,3	99,7	107,4	111,2	106,9	111,6	103,7
Jul	108,0	111,1	...	102,4	102,3	105,6	108,6	...	100,0	107,4	110,4	...	...	104,0
Ago	107,9	110,8	...	101,3	102,3	105,5	108,3	...	99,0	107,3	110,0	...	...	103,0
Sep	107,9	111,6	106,1	...	102,4	105,4	109,0	103,7	...	107,3	110,8	105,3	110,7	...
Oct	107,9	111,8	...	...	102,4	105,3	109,1	...	...	107,3	110,9	...	...	...
Nov	...	111,9	...	...	102,4	...	109,3	...	...	...	111,0	...	...	...
Dic	...	...	...	...	102,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

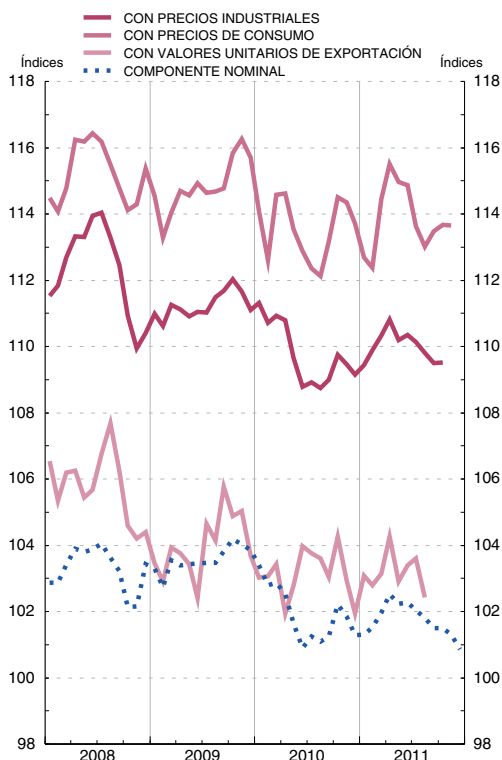
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

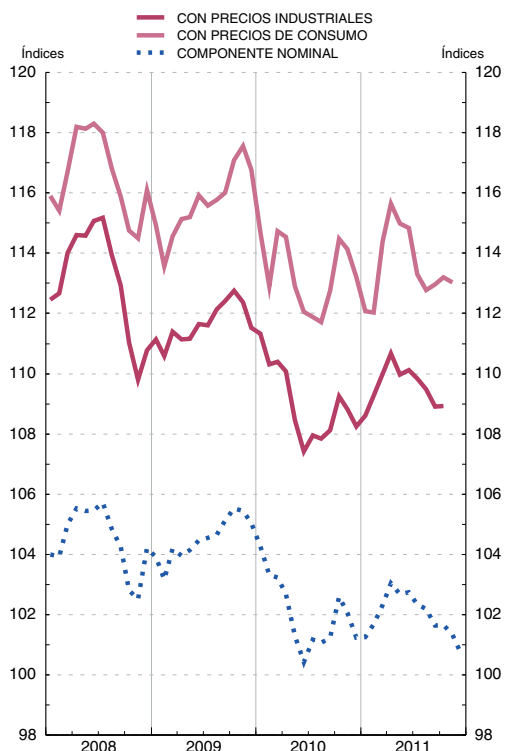
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados					Frente a los países industrializados									
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)			Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo	Con precios industriales		Con precios consumo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
08	112,3	115,2	128,6	105,8	103,3	108,7	111,6	124,5	102,4	113,1	116,6	104,5	108,2	111,6	
09	111,3	114,8	118,9	104,0	103,6	107,4	110,9	114,8	100,4	111,7	115,7	104,5	106,8	110,7	
10	109,8	113,5	117,4	103,1	101,9	107,7	111,4	115,2	101,2	109,0	113,3	102,0	106,8	111,1	
09 IV	111,6	115,9	119,7	104,5	104,0	107,3	111,5	115,1	100,5	112,2	117,1	105,3	106,5	111,2	
10 I	111,0	113,8	115,6	103,2	103,0	107,7	110,5	112,2	100,1	110,7	114,2	103,6	106,8	110,2	
II	109,7	113,7	116,6	102,9	101,7	107,9	111,8	114,7	101,2	108,6	113,2	101,5	107,1	111,5	
III	108,9	112,5	118,0	103,5	101,2	107,6	111,2	116,6	102,2	108,0	112,1	101,1	106,7	110,8	
IV	109,5	114,2	119,3	103,0	101,8	107,5	112,2	117,2	101,2	108,8	113,9	102,0	106,7	111,7	
11 I	109,9	113,2	113,3	103,0	101,6	108,2	111,4	111,5	101,4	109,3	112,9	101,8	107,4	110,9	
II	110,5	115,1	116,4	103,5	102,3	107,9	112,5	113,7	101,1	110,2	115,1	102,8	107,2	112,0	
III	109,8	113,4	114,7	...	101,8	107,9	111,4	112,7	...	109,4	113,0	102,1	107,2	110,7	
11 Mar	110,3	114,4	113,3	103,1	102,0	108,2	112,2	111,5	101,2	110,0	114,4	102,3	107,5	111,8	
Abr	110,8	115,5	...	104,3	102,5	108,1	112,7	...	101,7	110,7	115,6	103,0	107,4	112,2	
May	110,2	115,0	...	102,9	102,2	107,8	112,5	...	100,7	110,0	115,0	102,7	107,1	112,0	
Jun	110,3	114,9	116,4	103,4	102,3	107,9	112,3	113,7	101,1	110,1	114,8	102,7	107,2	111,8	
Jul	110,1	113,6	...	103,6	102,0	107,9	111,4	...	101,5	109,8	113,3	102,3	107,3	110,7	
Ago	109,8	113,0	...	102,4	101,8	107,9	111,0	...	100,6	109,5	112,8	102,2	107,1	110,4	
Sep	109,5	113,5	114,7	...	101,5	107,9	111,8	112,7	...	108,9	113,0	101,6	107,2	111,2	
Oct	109,5	113,7	...	...	101,5	107,9	112,0	...	...	108,9	113,2	101,7	107,1	111,3
Nov	...	113,7	...	...	101,3	...	112,2	...	...	...	113,0	101,3	...	111,5
Dic	...	...	...	...	100,9	...	...	...	...	...	...	100,7	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

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_public.pdf.

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.pdf.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

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

© Banco de España, Madrid, 2012
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

ABREVIATURAS Y SIGNOS

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